Avec les Nuls, tout devient facile !

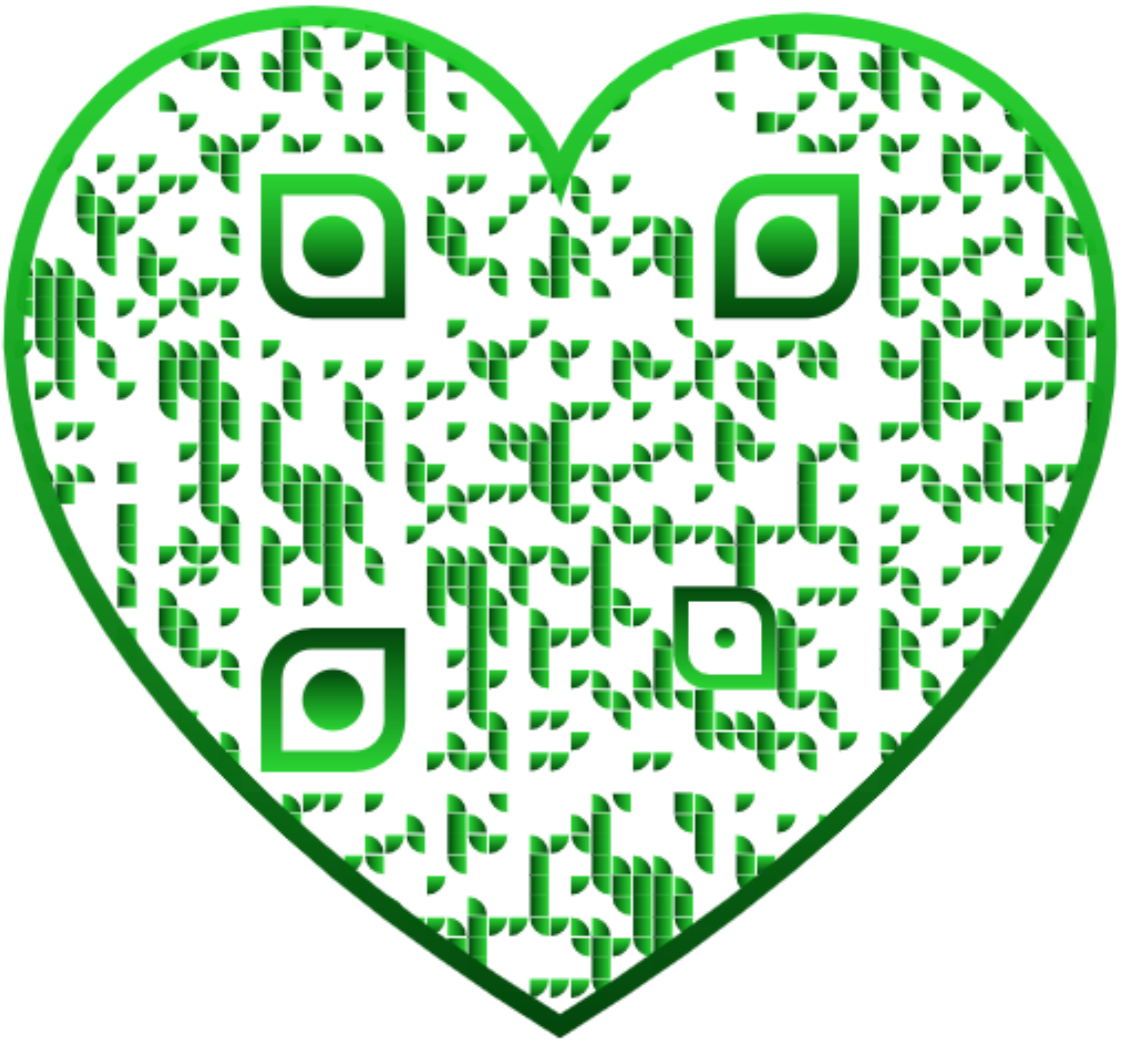
Nouvelle édition

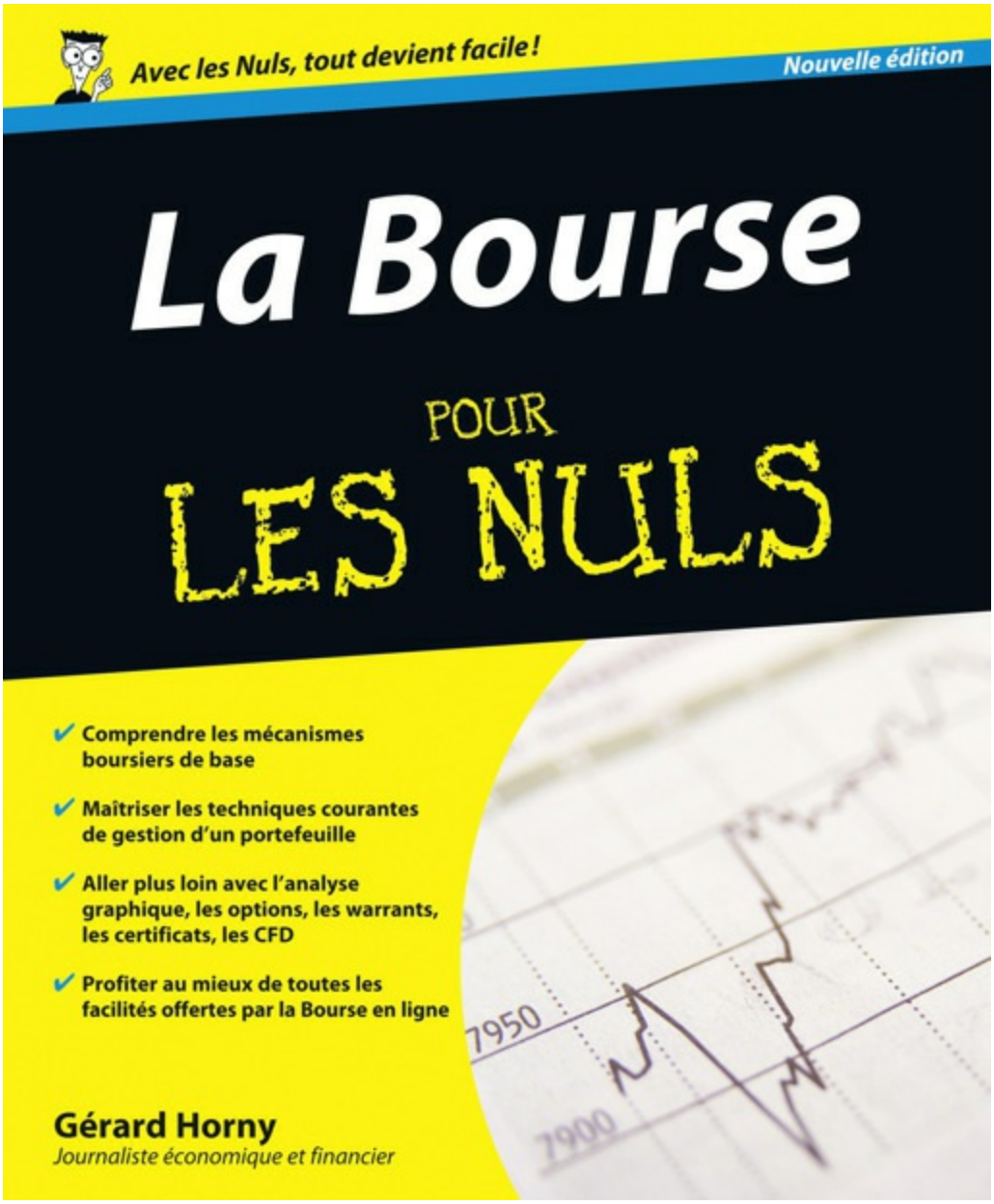
La Bourse

POUR LES NULS

- ✔ Comprendre les mécanismes boursiers de base
- ✔ Maîtriser les techniques courantes de gestion d'un portefeuille
- ✔ Aller plus loin avec l'analyse graphique, les options, les warrants, les certificats, les CFD
- ✔ Profiter au mieux de toutes les facilités offertes par la Bourse en ligne

Gérard Horny
Journaliste économique et financier




Avec les Nuls, tout devient facile !
Nouvelle édition
La Bourse
POUR
LES NULS
✔ Comprendre les mécanismes boursiers de base
✔ Maîtriser les techniques courantes de gestion d'un portefeuille
✔ Aller plus loin avec l'analyse graphique, les options, les warrants, les certificats, les CFD
✔ Profiter au mieux de toutes les facilités offertes par la Bourse en ligne
7950
7900
Gérard Horny
Journaliste économique et financier

FIRST Editions

La Bourse

Gérard Horny

La Bourse pour les Nuls

© Éditions First-Gründ, 2009 pour la première édition, 2012 pour la deuxième édition.

Publié en accord avec Wiley Publishing, Inc.

« Pour les Nuls » est une marque déposée de Wiley Publishing, Inc.

« For Dummies » est une marque déposée de Wiley Publishing, Inc.

Cette œuvre est protégée par le droit d'auteur et strictement réservée à l'usage privé du client. Toute reproduction ou diffusion au profit de tiers, à titre gratuit ou onéreux, de tout ou partie de cette œuvre est strictement interdite et constitue une contrefaçon prévue par les articles L 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle. L'éditeur se réserve le droit de poursuivre toute atteinte à ses droits de propriété intellectuelle devant les juridictions civiles ou pénales.

ISBN : 978-2-7540-3865-2

ISBN Numérique : 9782754040679

Dépôt légal : avril 2012

Correction : Correctif

Dessins : Marc Chalvin

Mise en page : Catherine Kédémos

Couverture : KN Conception

Fabrication : Antoine Paolucci

Production : Emmanuelle Clément

Éditions First-Gründ

60, rue Mazarine

75006 Paris – France

Tél. : 01 45 49 60 00

Fax : 01 45 49 60 01

E-mail : firstinfo@efirst.com

Internet : www.editionsfirst.fr

À propos de l'auteur

Gérard Horny est licencié en droit, diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris et du Centre de formation des journalistes. Il a effectué l'essentiel de sa carrière dans un hebdomadaire financier, où il a été successivement rédacteur au service économie, chef de service, rédacteur en chef adjoint et enfin rédacteur en chef. Il est aujourd'hui chroniqueur sur le site internet de commentaire de l'actualité slate.fr.

La presse financière présente une particularité : non seulement elle fournit des informations et commente l'actualité, mais elle donne des conseils. Cela lui vaut des relations denses et suivies avec ses lecteurs, qui écrivent ou téléphonent pour critiquer ses conseils, demander des éclaircissements ou se faire préciser certains points techniques. Les journalistes savent ainsi très exactement ce que veulent leurs lecteurs, quels sont leurs besoins, leurs connaissances, les difficultés pratiques qu'ils rencontrent et les écueils auxquels ils se heurtent le plus souvent. Par ailleurs, au sein de la rédaction

d’un journal financier, on discute beaucoup de l’évolution du marché, des valeurs à surveiller en vue d’un achat ou de celles qu’il faudrait vendre. Ces discussions sont enrichies par des échanges quotidiens avec des professionnels de Paris ou d’autres places financières. Cet ouvrage est le fruit du croisement de ces multiples expériences et analyses, qui n’ont toutes qu’un seul but : aider le particulier à faire fructifier son épargne.

Sommaire

Table des matières

À propos de l’auteur

VII

Sommaire IX

Introduction 1

À propos de ce livre

2

Les conventions utilisées dans ce livre

3

Comment ce livre est organisé

3

Première partie : Pourquoi s’intéresser

à la Bourse

3

Deuxième partie : Le b.a.-ba du marché

4

Troisième partie : Comment gérer son portefeuille

5

Quatrième partie : Pour aller plus loin

6

Cinquième partie : La partie des Dix

6

Sixième partie : Annexes

7

Les icônes utilisées dans ce livre

7

Et maintenant, par où commencer ?

8

Première partie

9

Pourquoi s’intéresser à la Bourse

9

Chapitre 1

11

La porte ouverte sur le monde des entreprises

11

Au cœur des affaires

12

Le contrôle des entreprises

12

Le capital, c’est capital !

13

De la petite boîte à la grande entreprise

14

Créer une SARL

14

Créer une société anonyme

14

L’appel public à l’épargne (ou offre au public)

15

Au départ, des investisseurs prennent un risque

16

D’autres investisseurs prennent le relais

16

Un marché où l’on vend et achète des actions

17

Le système classique

17

Le marché moderne : efficace, mais moins convivial

17

Les entreprises cotées : nos plus beaux fleurons

19

Être coté, à quoi ça sert ?

19

Le match coté/non coté

22

Pourquoi être actionnaire ?

22

Les obligations…

23

… ou les actions ?

24

Récapitulons 24

Chapitre 2

27

Le meilleur des placements ?

27

Le placement le plus rémunérateur du xxe siècle

28

Les actions ont mieux résisté que les obligations ou l’or

29

Pourtant, la Bourse ne fait pas toujours des miracles

30

Sur les trente dernières années, les actions l’emportent aussi

32

Le couple infernal rémunération-risque

34

Le livret A, tranquille mais peu rémunérateur

34

Les sicav et FCP monétaires : pour placer ses liquidités

35

Les obligations, plus risquées qu’on ne le croit généralement

36

L’immobilier, indispensable dans un patrimoine, mais…

37

L’or ne brille pas toujours d’un grand éclat

38

Chapitre 3

41

Un investissement ouvert à tous

41

La Bourse n’est pas réservée aux « riches »

41

Plus de 4 millions d’actionnaires

42

Quelques précautions à prendre

43

Combien faut-il mettre ?

44

La Bourse n’est pas réservée à « ceux qui savent »

46

Un langage très technique qui recouvre des réalités très simples

47

Pour réussir, il n’est pas nécessaire de faire partie des milieux « bien informés »

49

Être initié, c’est un délit !

49

Toutes les rumeurs ne sont pas fondées

49

Tout le monde a accès à l’information

50

Comment s’informer ?

50

Deuxième partie

53

Le b.a.-ba du marché

53

Chapitre 4

55

Qui fait quoi

55

Les grandes places financières mondiales

56

Petit retour en arrière

56

Le panorama boursier aujourd'hui

59

L'organisation de la place de Paris

63

Sous l'Autorité des marchés financiers

63

NYSE Euronext, une société cotée qui cote les autres entreprises

65

Les intermédiaires financiers

65

Les grands marchés

66

L'Eurolist

66

Le SRD (Service à règlement différé)

67

Alternext 67

Le marché libre

68

Les grands indices

68

Les indices de la Bourse de Paris

69

Les indices européens

72

Les autres grands indices

72

Chapitre 5

75

Pourquoi les actions montent (et pourquoi elles baissent)

75

L’économie et la Bourse : un couple très instable

76

Le produit intérieur brut n’explique pas tout

76

Oui à la croissance… des profits

77

La grande peur de l’inflation… ou de la déflation

79

La boussole des marchés : les taux d’intérêt

80

Politique monétaire et taux à court terme

81

Politique budgétaire et taux à long terme

81

Un concentré d’informations : la courbe des taux

82

Une boussole à double usage

83

Anticipation, spéculation et volatilité

85

Anticiper, ce n’est pas prédire

86

Investir, c’est spéculer

86

Investir au bon moment

88

Chapitre 6

91

Comment passer un ordre

en Bourse

91

Où faut-il ouvrir un compte ?

91

Première solution : sa banque habituelle

91

Seconde solution : avoir recours aux services d’un courtier en ligne

92

Quelle solution choisir ?

92

Quel type de compte faut-il ouvrir ?

94

Le compte titres ordinaire

94

Le PEA, plan d’épargne en actions

94

Que faut-il choisir ?

95

Apprendre à lire la cote

96

Le classement

97

Le secteur d’activité et le compartiment de cotation

98

Le nombre de titres

99

L’indice 99

La clôture de l’exercice, le dividende

99

Comment passer un ordre en Bourse

100

Bien lire le carnet d’ordres

100

Les différents types d’ordre

102

La validité des ordres de Bourse

109

L’exécution des ordres de Bourse

110

Troisième partie

111

Comment gérer son portefeuille

111

Chapitre 7

113

Faire les bons choix avec l’analyse fondamentale

113

Introduction 1

Les comptes de l’entreprise

114

La cascade du compte de résultat

115

Une complication : les comptes consolidés

120

Tout ce qu’on peut tirer des comptes de résultat

122

Le bilan : une bonne occasion de faire le point

124

Le grand bouleversement des normes IFRS

125

La « juste valeur »

125

Le cas particulier des survaleurs ou goodwill

126

Quelques points de repère utiles

127

Les fonds propres ou actif net

127

Le fonds de roulement

129

Endettement et endettement net

130

Chapitre 8

131

Les outils purement boursiers d’aide à la décision

131

Les chiffres et les ratios de base

132

Le chiffre d’affaires

132

Le bénéfice net par action (BNPA)

134

Le rapport cours/bénéfice

135

Les charmes du dividende et du rendement

137

Un bon rendement se paie parfois très cher

138

L’analyse graphique, science ou imposture ?

139

Tendance, résistances et supports

140

Les principales figures

142

Ne jamais oublier les moyennes mobiles

146

Surfer sur les vagues d’Elliott

147

Prévoir les prochains creux ou sommets avec les retracements de Fibonacci

149

Se méfier des trous de cotation

150

Ne pas oublier le RSI, ni le momentum

151

MACD et bandes de Bollinger

151

Pour les fous de mathématiques : l’analyse quantitative

154

Chapitre 9

155

Procéder aux bons arbitrages

au bon moment (1) : au rythme

de la conjoncture

155

L’économie, encore et toujours

155

Surveiller la hausse des prix…

156

… les banques centrales…

157

… et les variations de change

159

Les statistiques qui font bouger les marchés

162

La grande richesse des statistiques américaines

162

Les statistiques européennes qui comptent

170

Chapitre 10

175

Procéder aux bons arbitrages

au bon moment (2) : au rythme

À propos de ce livre
.....2

des entreprises

175

Le calendrier des entreprises

176

Un sujet de discussion permanent : les résultats trimestriels

176

Les informations périodiques obligatoires

177

La grand-messe des assemblées générales

182

Les actionnaires sont convoqués tous les ans

182

Les actionnaires peuvent s’exprimer et voter

183

Les actionnaires peuvent sanctionner les dirigeants

186

Participer aux augmentations de capital

188

Le droit préférentiel de souscription

189

Les autres formes d’augmentation de capital

191

Profiter des gestes de l’entreprise envers ses actionnaires

192

D’abord, le dividende

192

Le charme discret des actions gratuites

194

Le rachat d’actions

196

Chapitre 11

201

Les grands moments de la vie boursière

201

Miser sur les futures vedettes dès leur apparition

202

Les différentes procédures d’introduction

202

Quelques conseils

206

La malédiction du vainqueur

207

Le grand frisson des OPA et OPE

208

Les conventions utilisées dans ce livre 3

Quelques notions préalables

209

Comment se déroule une OPA ?

213

Le rêve des actionnaires : les OPA avec offres concurrentes et surenchères

216

Comment les entreprises disparaissent

de la cote

228

L’offre publique de retrait (OPR)

229

Ultime étape : le retrait obligatoire

230

Chapitre 12

233

Choisir une répartition optimale de son portefeuille

233

Les grandes catégories d’actions

234

Par capitalisation boursière

234

Par secteurs d’activité

237

Par leur actionnariat

243

Par leur comportement en Bourse

244

Les grands styles de gestion

250

Le style growth

251

Le style value

252

Le style GARP

253

Les différentes façons d’approcher le marché

254

L’approche top down

254

L’approche bottom up

255

Que doit faire un particulier ?

255

Comment ce livre est organisé
.....3

Quatrième partie

257

Pour aller plus loin

257

Chapitre 13

259

À la découverte d’un nouveau continent : les obligations

259

Pourquoi s’intéresser aux obligations ?

259

Des risques limités

260

Une certaine sécurité

261

Comment s’y retrouver dans le monde des obligations ?

261

Les termes de base

262

La lecture de la cote des obligations

264

Les emprunts d’État

265

Les OAT

266

Les OAT indexées sur l’inflation

267

Les OAT à coupon zéro

267

Des obligations pour tous les goûts

268

Les obligations à taux variable ou révisable

269

Les titres participatifs

269

Les titres subordonnés et super-subordonnés

270

Pour jouer sur deux tableaux : les obligations convertibles en actions

271

Comment se présente une obligation convertible ?

271

Pourquoi s’intéresser aux convertibles ?

272

Quand le parachute ne s’ouvre pas…

273

Première partie : Pourquoi s’intéresser à la Bourse
.....3

À quelles convertibles s’intéresser ?

274

Et voguent les Océanes

275

Quelques variantes pour finir

276

Chapitre 14

279

Dans la galaxie des sicav, FCP et autres trackers

279

La gestion collective, ce n’est pas la jungle

280

Les OPCVM

280

Le prospectus d’information ou le DICI

281

La valeur liquidative et les frais

282

Les précautions à prendre

283

Fonds de fonds, fonds à compartiments, etc.

284

Quelques points techniques à surveiller

284

Comment acheter des OPCVM ?

285

La gestion collective, c’est la liberté de choix

287

Les grandes familles d’OPCVM selon l’AMF

287

Quelques tendances récentes

289

Sur la trace des trackers

294

Avec les trackers, la vie n’est plus la même

294

Mais les trackers ne sont pas la panacée

297

Chapitre 15

299

Comment doper ses gains

ou gagner même quand la Bourse baisse

299

Deuxième partie : Le b.a.-ba du marché
.....4

Prendre position avec le SRD

300

Un bel effet de levier…

300

… mais quelques risques

301

Attention aux frais

303

Quelques complications annexes

303

Prendre des risques avec les options et les warrants

304

L’ancêtre : le bon de souscription

305

Le grand jeu des options

306

La multiplication des warrants

312

La concurrence des certificats et des CFD

315

Les CFD, Contracts For Difference

319

Chapitre 16

325

Tirer le meilleur parti possible des règles fiscales

325

Les règles de base du régime fiscal des valeurs mobilières

326

L’imposition des plus-values

326

L’imposition des revenus

327

Des cas particuliers

329

Des régimes plus favorables

332

Les avantages réduits du plan d’épargne en actions

332

Investir en Bourse dans le cadre de l’assurance vie

335

Chapitre 17

337

Comment investir en Bourse aujourd’hui

337

Troisième partie : Comment gérer son portefeuille.....5

La première vraie crise de la mondialisation

338

Le Far West de la finance

338

Des premiers craquements à la vraie crise

339

La pire crise boursière depuis 1929

339

Des conséquences durables

340

L’économie durement touchée

340

Un secteur financier à reconstruire

341

Des Bourses encore chaotiques

341

Les actions n’ont pas dit leur dernier mot !

342

Cinquième partie

343

La partie des Dix

343

Chapitre 18

345

La Bourse en dix proverbes

345

Les arbres ne montent jamais jusqu’au ciel

345

Acheter la rumeur, vendre le fait

346

Acheter au son du canon, vendre au son du clairon

347

Il faut en laisser aux autres

348

Il vaut mieux se couper la main que le bras

348

On ne rattrape pas un couteau qui tombe

349

Sell in May and go away

349

Comme va janvier va l’année

351

Il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier

351

Quatrième partie : Pour aller plus loin
.....6

Préférez les filles aux mères

352

Chapitre 19

353

Les dix règles d’or de l’investissement boursier

353

Bien passer ses ordres

353

Diversifier son portefeuille sans l’éparpiller

354

Ne pas croire qu’on peut acheter au plus bas et vendre au plus haut

355

Savoir prendre son bénéfice

356

N’acheter que ce que l’on comprend

357

Se méfier des « tuyaux »

357

Savoir que les réussites du passé ne sont pas celles du futur

358

Avoir des convictions fortes

358

Agir conformément à son tempérament

359

Et en conclusion, savoir profiter des circonstances

359

Sixième partie

361

Annexes 361

Annexe A

363

Informations pratiques

363

Organismes 363

Sources d’information

364

Courtiers en ligne

364

Associations de défense des actionnaires

366

Annexe B

369

Cinquième partie : La partie des Dix.....6

Glossaire 369

Index 377

Sixième partie : Annexes 7

Les icônes utilisées dans ce livre 7

Et maintenant, par où commencer ? 8

Première partie : Pourquoi s'intéresser à la Bourse 9

Chapitre 1 : La porte ouverte sur le monde des entreprises 11

Au cœur des affaires 12

Le contrôle des entreprises 12

Le capital, c'est capital ! 13

De la petite boîte à la grande entreprise 14

Créer une SARL 14

Créer une société anonyme 14

L’appel public à l’épargne (ou offre au public) 15

Au départ, des investisseurs prennent un risque..... 16

D’autres investisseurs prennent le relais 16

Un marché où l’on vend et achète des actions 17

Le système classique 17

Le marché moderne : efficace, mais moins convivial 17

Les entreprises cotées : nos plus beaux fleurons 19

Être coté, à quoi ça sert ? 19

Le match coté/non coté 22

Pourquoi être actionnaire ? 22

Les obligations…

.....23

… ou les actions ?
.....24

Récapitulons
.....24

Chapitre 2 : Le meilleur des placements ?
.....27

Le placement le plus rémunérateur du xxe siècle
.....28

Les actions ont mieux résisté que les obligations ou l'or
.....29

Pourtant, la Bourse ne fait pas toujours des miracles 30

Sur les trente dernières années, les actions l'emportent aussi
.....32

Le couple infernal rémunération-risque
.....34

Le livret A, tranquille mais peu rémunérateur
.....34

Les sicav et FCP monétaires : pour placer ses liquidités 35

Les obligations, plus risquées qu'on ne le croit généralement 36

L'immobilier, indispensable dans un patrimoine,
mais….....37

L'or ne brille pas toujours d'un grand éclat
.....38

Chapitre 3 : Un investissement ouvert à tous 41

La Bourse n’est pas réservée aux « riches » 41

Plus de 4 millions d’actionnaires 42

Quelques précautions à prendre 43

Combien faut-il mettre ? 44

La Bourse n’est pas réservée à « ceux qui savent » 46

Un langage très technique qui recouvre des réalités très simples 47

Pour réussir, il n’est pas nécessaire de faire partie des milieux

« bien informés » 49

Être initié, c’est un délit ! 49

Toutes les rumeurs ne sont pas fondées 49

Tout le monde a accès à l’information 50

Comment s’informer ?.....50

Deuxième partie : Le b.a.-ba du marché 53

Chapitre 4 : Qui fait quoi.....55

Les grandes places financières mondiales 56

Petit retour en arrière 56

Le panorama boursier aujourd'hui 59

L'organisation de la place de Paris.....63

Sous l'Autorité des marchés financiers 63

NYSE Euronext, une société cotée qui cote les autres entreprises 65

Les intermédiaires financiers 65

Les grands marchés 66

L'Eurolist 66

Le SRD (Service à règlement différé) 67

Alternext 67

Le marché libre 68

Les grands indices

.....68

Les indices de la Bourse de Paris
.....69

Les indices européens
.....72

Les autres grands indices
.....72

Sommaire

XI

**Chapitre 5 : Pourquoi les actions montent (et pourquoi elles baissent)
.....75**

L'économie et la Bourse : un couple très instable
.....76

Le produit intérieur brut n'explique pas tout
.....76

Oui à la croissance… des profits
.....77

La grande peur de l'inflation… ou de la
déflation.....79

La boussole des marchés : les taux d'intérêt
.....80

Politique monétaire et taux à court terme .....
81

Politique budgétaire et taux à long terme .....
81

Un concentré d’informations : la courbe des taux 82

Une boussole à double usage 83

Anticipation, spéculation et volatilité 85

Anticiper, ce n’est pas prédire 86

Investir, c’est spéculer 86

Investir au bon moment 88

Chapitre 6 : Comment passer un ordre en Bourse 91

Où faut-il ouvrir un compte ? 91

Première solution : sa banque habituelle 91

Seconde solution : avoir recours aux services d’un courtier en ligne 92

Quelle solution choisir ? 92

Quel type de compte faut-il ouvrir ? 94

Le compte titres ordinaire 94

Le PEA, plan d’épargne en actions

.....94

Que faut-il choisir ?
.....95

Apprendre à lire la cote
.....96

Le classement
.....97

Le secteur d'activité et le compartiment de cotation 98

Le nombre de titres
.....99

L'indice
.....99

La clôture de l'exercice, le dividende
.....99

Comment passer un ordre en Bourse
.....100

Bien lire le carnet d'ordres
.....100

Les différents types d'ordre .....
102

La validité des ordres de Bourse
.....109

L'exécution des ordres de Bourse .....
110

Troisième partie : Comment gérer son portefeuille 111

Chapitre 7 : Faire les bons choix avec l'analyse fondamentale 113

Les comptes de l'entreprise 114

La cascade du compte de résultat 115

Une complication : les comptes consolidés 120

Tout ce qu'on peut tirer des comptes de résultat 122

Le bilan : une bonne occasion de faire le point 124

Le grand bouleversement des normes IFRS 125

La « juste valeur » 125

Le cas particulier des survaleurs ou goodwill 126

Quelques points de repère utiles 127

Les fonds propres ou actif net 127

Le fonds de roulement 129

Endettement et endettement net

.....130

Chapitre 8 : Les outils purement boursiers d'aide à la décision 131

Les chiffres et les ratios de base 132

Le chiffre d'affaires.....132

Le bénéfice net par action (BNPA) 134

Le rapport cours/bénéfice 135

Les charmes du dividende et du rendement 137

Un bon rendement se paie parfois très cher 138

L'analyse graphique, science ou imposture ? 139

Tendance, résistances et supports 140

Les principales figures 142

Ne jamais oublier les moyennes mobiles 146

Surfer sur les vagues d'Elliott 147

Prévoir les prochains creux ou sommets avec les retracements

de Fibonacci 149

Se méfier des trous de cotation 150

Ne pas oublier le RSI, ni le momentum 151

MACD et bandes de Bollinger 151

Pour les fous de mathématiques : l'analyse quantitative 154

Chapitre 9 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (1) : au rythme de la conjoncture 155

L'économie, encore et toujours 155

Surveiller la hausse des prix… 156

… les banques centrales… 157

… et les variations de change 159

Les statistiques qui font bouger les marchés 162

La grande richesse des statistiques américaines 162

Les statistiques européennes qui comptent.....

170

Chapitre 10 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (2) :

au rythme des entreprises
.....175

Le calendrier des entreprises
..... 176

Un sujet de discussion permanent : les résultats trimestriels 176

Les informations périodiques obligatoires .....
177

La grand-messe des assemblées générales
..... 182

Les actionnaires sont convoqués tous les ans .....
182

Les actionnaires peuvent s'exprimer et voter
.....183

Sommaire

XIII

Les actionnaires peuvent sanctionner les dirigeants 186

Participer aux augmentations de capital
.....188

Le droit préférentiel de souscription
.....189

Les autres formes d'augmentation de capital .....
191

Profiter des gestes de l’entreprise envers ses actionnaires 192

D’abord, le dividende 192

Le charme discret des actions gratuites 194

Le rachat d’actions 196

Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière 201

Miser sur les futures vedettes dès leur apparition 202

Les différentes procédures d’introduction 202

Quelques conseils 206

La malédiction du vainqueur 207

Le grand frisson des OPA et OPE 208

Quelques notions préalables 209

Comment se déroule une OPA ? 213

Le rêve des actionnaires : les OPA avec offres concurrentes

et surenchères .....

216

Comment les entreprises disparaissent de la cote 228

L’offre publique de retrait (OPR) 229

Ultime étape : le retrait obligatoire 230

Chapitre 12 : Choisir une répartition optimale de son portefeuille 233

Les grandes catégories d’actions 234

Par capitalisation boursière 234

Par secteurs d’activité 237

Par leur actionnariat 243

Par leur comportement en Bourse 244

Les grands styles de gestion 250

Le style growth 251

Le style value 252

Le style GARP

.....253

Les différentes façons d'approcher le marché
.....254

L'approche top down
.....254

L'approche bottom up
.....255

Que doit faire un particulier ?
.....255

Quatrième partie : Pour aller plus loin 257

Chapitre 13 : À la découverte d'un nouveau continent : les obligations 259

Pourquoi s'intéresser aux obligations ?
.....259

Des risques limités
.....260

Une certaine sécurité
.....261

Comment s'y retrouver dans le monde des obligations ?
.....261

Les termes de base
.....262

La lecture de la cote des obligations
.....264

Les emprunts d’État 265

Les OAT 266

Les OAT indexées sur l’inflation 267

Les OAT à coupon zéro.....267

Des obligations pour tous les goûts 268

Les obligations à taux variable ou révisable 269

Les titres participatifs 269

Les titres subordonnés et super-subordonnés 270

Pour jouer sur deux tableaux : les obligations convertibles en actions 271

Comment se présente une obligation convertible ? 271

Pourquoi s’intéresser aux convertibles ? 272

Quand le parachute ne s’ouvre pas… 273

À quelles convertibles s’intéresser ? 274

Et voguent les Océanes

.....275

Quelques variantes pour finir
.....276

Chapitre 14 : Dans la galaxie des sicav, FCP et autres trackers 279

La gestion collective, ce n’est pas la jungle
.....280

Les OPCVM
.....280

Le prospectus d’information ou le DICI
.....281

La valeur liquidative et les frais
.....282

Les précautions à prendre
.....283

Fonds de fonds, fonds à compartiments, etc.
.....284

Quelques points techniques à surveiller
.....284

Comment acheter des OPCVM ?
.....285

La gestion collective, c’est la liberté de choix
.....287

Les grandes familles d’OPCVM selon l’AMF
.....287

Quelques tendances récentes

.....289

Sur la trace des trackers
.....294

Avec les trackers, la vie n’est plus la même
.....294

Mais les trackers ne sont pas la panacée
.....297

Chapitre 15 : Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse
.....299

Prendre position avec le SRD
.....300

Un bel effet de levier…
.....300

… mais quelques risques
.....301

Attention aux frais
.....303

Quelques complications annexes
.....303

Prendre des risques avec les options et les warrants
.....304

L’ancêtre : le bon de souscription
.....305

Le grand jeu des options
.....306

Sommaire

XV

La multiplication des warrants 312

La concurrence des certificats et des CFD 315

Les CFD, Contracts For Difference 319

Chapitre 16 : Tirer le meilleur parti possible des règles fiscales 325

Les règles de base du régime fiscal des valeurs mobilières 326

L'imposition des plus-values 326

L'imposition des revenus 327

Des cas particuliers 329

Des régimes plus favorables 332

Les avantages réduits du plan d'épargne en actions 332

Investir en Bourse dans le cadre de l'assurance vie 335

Chapitre 17 : Comment investir en Bourse aujourd'hui 337

La première vraie crise de la mondialisation 338

Le Far West de la finance 338

Des premiers craquements à la vraie crise 339

La pire crise boursière depuis 1929 339

Des conséquences durables 340

L'économie durement touchée 340

Un secteur financier à reconstruire 341

Des Bourses encore chaotiques 341

Les actions n'ont pas dit leur dernier mot ! 342

Cinquième partie : La partie des Dix 34 3

Chapitre 18 : La Bourse en dix proverbes 345

Les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel 345

Acheter la rumeur, vendre le fait 346

Acheter au son du canon, vendre au son du clairon

.....347

Il faut en laisser aux autres
.....348

Il vaut mieux se couper la main que le bras
.....348

On ne rattrape pas un couteau qui tombe
.....349

Sell in May and go away
.....349

Comme va janvier va l'année
.....351

Il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier
.....351

Préférez les filles aux mères
.....352

Chapitre 19 : Les dix règles d'or de l'investissement boursier 353

Bien passer ses ordres
.....353

Diversifier son portefeuille sans l'éparpiller
.....354

Ne pas croire qu'on peut acheter au plus bas et vendre au plus haut
.....355

Savoir prendre son bénéfice
.....356

N’acheter que ce que l’on comprend 357

Se méfier des « tuyaux » 357

Savoir que les réussites du passé ne sont pas celles du futur 358

Avoir des convictions fortes 358

Agir conformément à son tempérament 359

Et en conclusion, savoir profiter des circonstances 359

Sixième partie : Annexes 361

Annexe A : Informations pratiques 363

Organismes 363

Sources d’information 364

Courtiers en ligne 364

Associations de défense des actionnaires 366

Annexe B : Glossaire 369

Index 377

Introduction

L a Bourse ! Peu de mots ont le pouvoir de déclencher des réactions aussi vives. Pour les uns, la Bourse, c'est l'horreur absolue, le symbole même du capitalisme. C'est l'endroit qu'il fallait brûler, comme en Mai 68, ou devant lequel on va encore manifester (alors qu'il ne se passe plus rien aujourd'hui à la Bourse de Paris, c'est un lieu de colloques ou de défilés de mode ; tout se passe ailleurs, par échanges électroniques). Pour d'autres, c'est la maison du vice, comme un casino : on peut y gagner beaucoup d'argent mais ce n'est pas très moral, et on peut aussi tout y perdre. Ceux qui « jouent » en Bourse sont désignés sous le vocable peu flatteur de « boursicoteurs ». D'ailleurs, depuis quelques années, ils sont moins nombreux : les crises se succèdent, l'or et l'immobilier attirent plus les épargnants que les actions.

Pourtant, si, au cours d'une discussion, vous laissez entendre que votre profession a un rapport avec la Bourse, vous êtes sûr que quelqu'un va venir vous voir discrètement ensuite pour vous demander si vous n'avez pas un « tuyau ». On dit du mal de la Bourse, mais elle attire autant qu'elle inquiète. On n'est plus au début du xxe siècle, où tout était permis sur le marché, où la politique et les affaires entretenaient les rapports les plus troubles, où les journaux financiers étaient en fait des instruments de chantage. Si le monde de la finance n'est pas parfait (des événements récents sont venus nous le

rappeler !), la situation a considérablement évolué. Mais une grande partie de nos concitoyens continuent d'entretenir avec la Bourse des rapports complexes de répulsion-fascination.

Pourtant, si l'on y regarde d'un peu plus près, on s'aperçoit que les choses ne sont pas aussi mystérieuses qu'il y paraît. Il ne faut pas longtemps pour comprendre ce qu'est cet indice CAC 40 dont les radios nous décrivent les évolutions heure par heure. Il ne faut pas longtemps pour comprendre pourquoi une action peut prendre de la valeur (ou en perdre) et en quoi cet investissement diffère du livret A.

Investissement ! Le mot est lancé. Et c'est le mot juste. On ne « joue » pas en Bourse, on « investit ». Et dès lors qu'on investit, il est logique que l'on ait un retour sur investissement. Ce retour sera fonction de la gestion de l'entreprise, de l'environnement international, de l'inflation, de la croissance, des taux d'intérêt, des taux de change.

Certes, les professionnels et les investisseurs particuliers déjà expérimentés emploient volontiers un langage qui peut paraître ésotérique, souvent emprunté à l'anglais. Mais dès que l'on pousse la porte du temple, dès que

l'on progresse sur le chemin de la connaissance, on s'aperçoit que, en fin de compte, ce n'est pas si compliqué que cela. Et on se dit qu'il est dommage

d’être resté si longtemps éloigné du monde des actions.

Non seulement cela peut rapporter gros (toutes les années ne sont pas mauvaises !) mais en plus c’est passionnant : pour celui qui investit en Bourse, il n’y a plus une nouvelle dans le monde qui ne prenne un sens particulier. Beaucoup de gens, du fait de leur âge et de la taille de leur patrimoine, pourraient se contenter de vivre tranquillement de leurs rentes, mais rien ne les fera quitter la Bourse : pour eux, c’est le meilleur moyen de rester en prise directe avec le monde. Et beaucoup de gens en activité vous le diront : la Bourse les conduit à élargir leur univers bien au-delà de leur horizon professionnel, et c’est pour eux un véritable enrichissement, à tous points de vue !

Alors pourquoi n’entreriez-vous pas vous aussi dans cet univers passionnant ?

À propos de ce livre

La Bourse est comme un pays étranger où l’on parle une autre langue. Avant d’y entrer, on est un peu inquiet, on hésite même à franchir la frontière. Et, puis, une fois sur place, on découvre qu’en fait on se débrouille très bien et, avec le temps, on est de plus en plus à l’aise. Notre objectif est donc de vous inciter à franchir la porte et à avancer ensuite pas à pas dans ce nouvel univers où l’on parle de PER, d’OPA, de warrants ou de certificats turbo…

Des notions qui sont simplement citées au début sont expliquées plus en détail ensuite, quand il en est besoin. Car derrière un mot nouveau se cache souvent une technique nouvelle. Il n'est pas nécessaire de tout apprendre d'un coup : il faut le faire progressivement, au fur et à mesure de l'évolution de ses besoins. On peut d'abord se contenter d'acheter quelques actions au comptant avant d'envisager de recourir à des techniques plus compliquées, comme les options ou les warrants, ou d'aller sur les marchés de New York ou de Hong Kong…

Ces précisions techniques seront systématiquement accompagnées de rappels à des considérations de bon sens : ne jamais prendre de risques que l'on n'est pas en mesure d'assumer, ne pas se laisser enivrer par ses succès. Il ne faut jamais oublier que la Bourse peut aller dans les deux sens : elle peut monter très haut, mais elle peut aussi descendre très bas et très vite…

Les conventions utilisées dans ce livre

Les termes techniques que vous rencontrerez ici sont indiqués en *italique* et expliqués dans le texte. Vous apprendrez ainsi ce qu'est une *obligation* (en l'occurrence, un titre de créance négociable représentant une part de la dette d'un État ou d'une entreprise).

Les organismes adorent s'affubler d'intitulés à rallonge, et la Bourse

n’échappe pas à la règle. Par exemple les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Ces acronymes sont explicités en toutes lettres la première fois qu’ils sont employés. Par la suite, je ne retiens que le sigle usuel.

Autre convention : à chaque fois que j’indique une adresse internet, je la mets dans une police spéciale pour que vous puissiez aisément l’identifier.

Comment ce livre est organisé

Notre cheminement sera progressif. D’abord, une première partie qui explique à quoi sert la Bourse et pourquoi on peut s’y enrichir. Dans une deuxième partie, nous verrons comment fonctionne ce marché des actions et comment on peut y accéder. La troisième partie sera consacrée aux techniques utilisées de façon courante dans la gestion d’un portefeuille et, dans une quatrième partie, on pourra découvrir d’autres outils permettant une gestion plus sophistiquée. Enfin, la partie des Dix permettra de passer en revue, sous une autre forme, tout ce qui a été appris antérieurement.

Première partie : Pourquoi s’intéresser

à la Bourse

Il faut être clair : on s’intéresse à la Bourse parce qu’on pense pouvoir y gagner de l’argent. Mais il faut savoir pourquoi on peut en gagner là, et comment. C’est ce que nous expliquons dans ce chapitre. En achetant des

actions des entreprises, on est directement associé au processus de création de richesse. C'est ce qui explique que les actions soient un des meilleurs placements, si ce n'est le meilleur, en dépit des turbulences qui affectent le marché à intervalles réguliers.

Mais, en matière d'argent, il n'y a pas de hasard : pour gagner plus, il faut prendre plus de risques. En ce qui concerne les actions, ces risques sont liés à l'entreprise dont on achète des actions : va-t-elle tenir toutes ses

promesses ? Ils sont aussi liés à l'évolution d'ensemble du marché : les krachs

boursiers, cela existe ! L'actualité nous l'a rappelé récemment.

Un constat s'impose : il ne faut pas investir en Bourse l'argent dont on peut avoir besoin demain. Car demain ne sera peut-être pas un bon jour pour revendre ses actions. Mais il n'est pas nécessaire non plus d'être très riche : il suffit d'avoir de quoi acheter quelques actions de plusieurs sociétés différentes pour diversifier ses risques.

Il n'y a pas besoin non plus d'avoir au préalable des connaissances financières extrêmement poussées. La Bourse a son langage et ses règles : on peut apprendre à les maîtriser très vite. C'est le but de cet ouvrage ! Il n'y a pas besoin non plus d'être un « initié », d'avoir des amis bien placés. Tout le

monde peut gagner de l'argent en Bourse. Il ne faut pas croire que seuls ceux qui ont des « tuyaux » peuvent y arriver. D'ailleurs, il y a beaucoup à dire sur ces prétendus tuyaux !

En fait, l'information est très accessible : elle est fournie directement par les entreprises ou par les médias. On peut la trouver dans les quotidiens, les hebdomadaires spécialisés, et bien sûr, de plus en plus, sur Internet.

Deuxième partie : Le b.a.-ba du marché

Avant de passer à l'action, des connaissances minimales sont à acquérir : comment fonctionne le marché, comment il est organisé, comment on passe ses ordres. Tout le monde a entendu parler du CAC 40, mais tout le monde ne sait pas ce qu'il représente (sauf ceux qui ont lu *L'Économie pour les Nuls* !). Il existe plusieurs marchés à Paris, les uns avec les grandes valeurs cotées en continu tout au long de la journée, d'autres plus petits, comme le marché libre, où les cotations n'ont lieu qu'à certaines heures. Il faut savoir à quel marché appartiennent les valeurs que l'on souhaite acheter.

Ensuite, il faut comprendre comment vivent ces différents marchés, comment des valeurs y font leur apparition, à quel cours, comment et pourquoi ces cours montent ou baissent ensuite, quels sont les grands événements qui peuvent rythmer la vie d'un titre coté (augmentations de capital, OPA, etc.). Nous reviendrons plus en détail sur ces différents événements dans la partie

suivante, car ils constituent autant d’occasions de réaliser de bonnes affaires (ou des mauvaises…).

Enfin, il faut savoir comment lire une cote et comment passer un ordre d’achat ou de vente. À l’heure d’Internet, cela ne fait pas de doute : il n’y a plus besoin de passer à sa banque pour donner ses instructions. Mais il faut bien choisir son intermédiaire : tous ne facturent pas le même montant de frais. Et il faut veiller à bien libeller son ordre : certaines actions (des valeurs ou des titres, comme on dit dans le langage boursier) ont des marchés très

étroits ; des ordres d’achat qui arrivent nombreux en même temps peuvent provoquer une forte hausse temporaire du titre ; il est plus prudent alors de passer son ordre avec une limite de cours.

Troisième partie : Comment gérer son portefeuille

On est là au cœur du problème. Parmi toutes les entreprises cotées à Paris ou dans le monde, comment faire son choix ? La première technique est évidemment l’analyse fondamentale. On regarde ce que fait l’entreprise, comment évolue son marché, comment elle se comporte. Est-ce qu’elle perd des parts de marché ou est-ce qu’elle en gagne ? Mais le chiffre d’affaires ne dit pas tout. Il faut aussi savoir quelle est la marge bénéficiaire de

l’entreprise, si elle est beaucoup ou peu endettée, si ses bénéfices ont des chances d’augmenter dans le futur ou s’ils risquent de reculer. Quelques ratios sont à connaître, comme le rapport cours-bénéfice, le fameux PER des Anglo-Saxons (Price Earning Ratio).

Mais les boursiers ont aussi leurs techniques propres, comme l’analyse graphique, qui repose sur l’étude des mouvements passés d’une action et permet en théorie de deviner si elle s’inscrit dans une tendance haussière ou baissière. Tout le monde n’est pas d’accord sur les mérites de l’analyse graphique, mais c’est une technique que l’on ne peut ignorer.

En combinant ces deux approches, on peut apprendre à acheter ou à vendre au meilleur moment. Mais cela ne suffit pas. Il faut suivre de près l’évolution de l’économie mondiale, en s’intéressant de façon particulière aux indices économiques qui ont un impact fort sur la Bourse, surveiller les taux de change et les taux d’intérêt, garder un œil sur le calendrier des entreprises (dates de publication du chiffre d’affaires, des résultats, etc.).

Enfin, il faut savoir répartir ses risques. Si vous n’avez que des actions Renault et Peugeot et si le marché automobile s’effondre, vous allez au-devant de quelques déconvenues. Les gérants professionnels procèdent à de savantes répartitions d’actifs entre zones géographiques, secteurs d’activité, etc. La gestion personnelle obéit à des règles moins strictes, mais

il est conseillé d’avoir un portefeuille diversifié, avec des actions présentant des caractéristiques assez différentes, et de savoir comment évolue l’opinion des professionnels sur ces titres. On n’a jamais raison tout seul contre le marché.

6 **La Bourse pour les Nuls**

Quatrième partie : Pour aller plus loin

Avec l’expérience, on peut avoir envie d’investir aux États-Unis ou dans les pays émergents en développement rapide. Pour cela, on regardera comment on peut intervenir sur ces marchés, soit directement, soit par l’intermédiaire de fonds gérés par des professionnels. On s’intéressera aussi à des produits un peu plus compliqués, comme les obligations convertibles, à la fois actions et obligations. Et, au fur et à mesure que l’on progressera dans sa connaissance des marchés et de leurs techniques, on éprouvera le désir de profiter encore plus des phases de hausse, voire de profiter des baisses.

On arrive là aux ventes à découvert, aux options de vente ou d’achat, aux warrants, aux certificats, etc. Tous ces produits sont très intéressants, mais ils doivent être maniés avec précaution : les gains potentiels sont à la hauteur des risques de perte !

Enfin, quand on parle de placements, il est indispensable de savoir à quelles ponctions fiscales on s’expose, qu’il s’agisse des dividendes ou des plus-

values. Pour les particuliers qui s'intéressent à la Bourse, un régime fiscal spécifique a été conçu : le PEA, plan d'épargne en actions. Il faut savoir comment il fonctionne et quels sont ses avantages et inconvénients.

Cinquième partie : La partie des Dix

Eh oui, c'est une tradition des ouvrages *Pour les Nuls* de résumer ou de développer des conseils sous la forme de recommandations particulièrement importantes. Nous ne saurions déroger à cet usage qui a fait ses preuves.

D'abord une façon un peu originale et amusante de revoir ce qui a été expliqué précédemment est de parcourir quelques proverbes boursiers ou quelques expressions utilisées couramment sans qu'on sache encore très bien à qui les attribuer. Tout le monde a probablement au moins une fois dans sa vie entendu dire : « Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel. » Nous verrons ce que cela veut dire appliqué à la Bourse ; nous verrons aussi ce que signifient d'autres maximes moins connues.

Et puis il y a nos dix conseils à ne jamais oublier. Ce sont souvent des conseils de simple bon sens, comme de ne pas concentrer tous ses achats sur un seul secteur. On a vu au début des années 2000 ce que cela donnait que de s'intéresser uniquement aux nouvelles technologies et, à partir de 2007, d'avoir un portefeuille trop exclusivement tourné vers les valeurs bancaires ! Mais, comme on le sait, dans les affaires d'argent, surtout quand on gagne,

il est facile de se laisser griser et de perdre le contact avec la réalité. Ces dix conseils sont à relire de temps à autre, même quand on n'est plus un nul !

Introduction

7

Sixième partie : Annexes

Dans cette partie, le lecteur verra où et comment trouver les informations utiles, qu'elles émanent directement des sociétés ou qu'elles soient fournies par les différents médias (Internet, les quotidiens, les hebdomadaires spécialisés).

Enfin, nous l'avons dit, la Bourse, comme tout univers, comme toute activité, a son vocabulaire propre, souvent influencé par l'anglais. Le glossaire permettra de rappeler ce que signifient certains termes un peu barbares ou certains sigles en apparence ésotériques. Cela va toujours mieux quand on sait de quoi on parle.

Et, après, ce sera à vous de jouer ou, plutôt, d'investir !

Les icônes utilisées dans ce livre

Des icônes placées dans la marge vous permettent de repérer en un coup d'œil le type d'informations proposées selon les passages. Elles orientent votre lecture en fonction de vos besoins.

En voici la liste :

Dans ces matières relativement complexes, il y a souvent des chausse-

trappes. Cette icône vous met en garde contre les erreurs à éviter.

Un court exemple vaut souvent mieux qu'un long discours. Si les explications

données vous semblent complexes ou abstraites, guettez cette icône et tout

s'éclaircira.

Cette icône signale les points originaux ou méconnus qui méritent pourtant

que l'on s'y arrête.

'OUBLIEZ PAS ! Cette icône signale un point qu'il est important de connaître et de mémoriser **N**

(une règle de base, une précaution à prendre avant de passer un ordre, etc.).

La réglementation boursière évolue très vite, la législation fiscale n'est pas en

reste et de nouveaux produits financiers apparaissent. Cette icône signale les

principales modifications intervenues récemment ou en préparation.

Malheureusement, la technique a une certaine importance en Bourse. Cette

icône signale des paragraphes demandant un peu plus d'attention, mais que

l'on peut passer si l'on n'est pas directement concerné par le sujet traité.

Et maintenant, par où commencer ?

Vous l'avez compris : cet ouvrage a été conçu pour ceux qui, au départ, ne

connaissent rien à la Bourse et n'ont même pas une idée très précise de ce

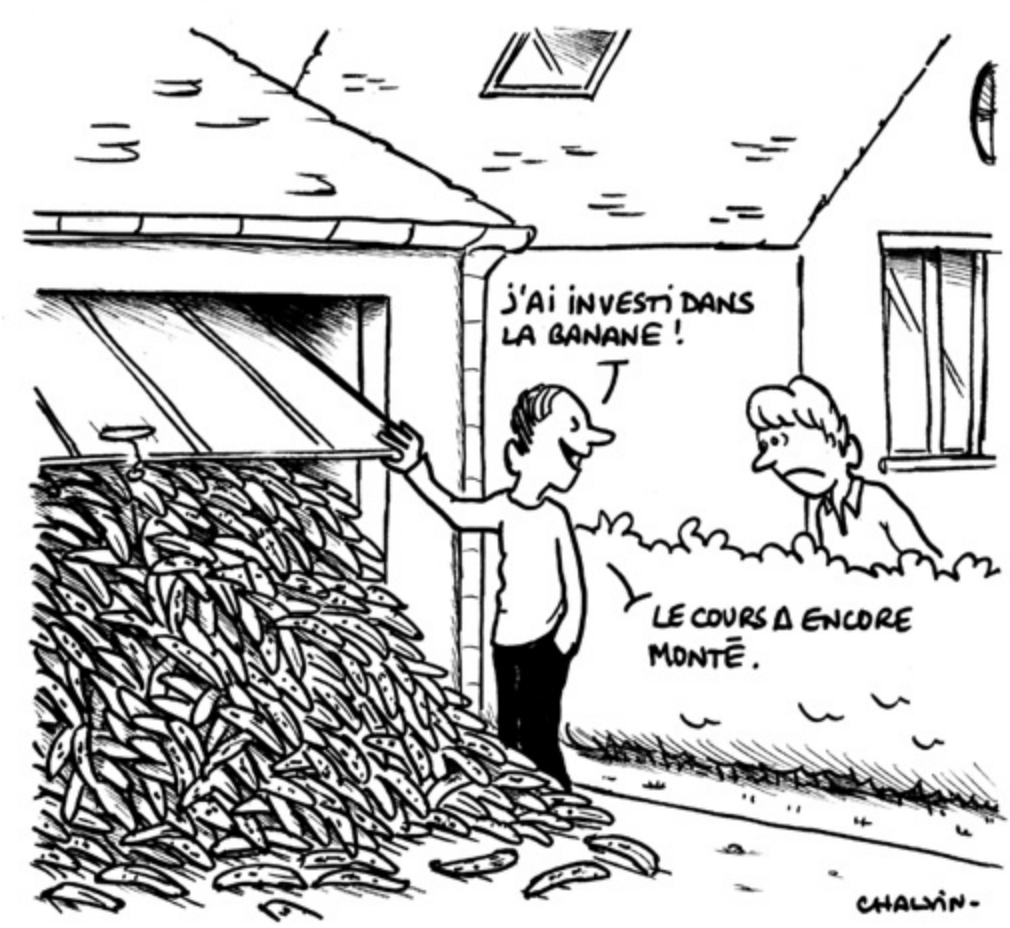
qu'est une action. Si ce n'est pas votre cas, que vous avez déjà quelques

notions de base, vous pouvez passer directement au chapitre 5. Mais feuilletez tout de même les trois premiers chapitres : on ne sait jamais, vous pouvez y trouver un détail qui vous avait échappé. Et prenez tout de même un peu de temps pour jeter un œil sur le chapitre 4 : l'organisation du marché et son fonctionnement ont beaucoup changé au cours des dernières années ; vos connaissances ne sont peut-être plus tout à fait à jour.

De la même manière, si vous avez déjà quelques bonnes notions de comptabilité des entreprises, vous pouvez passer rapidement sur le chapitre 7. Mais vérifiez tout de même que vous avez bien compris quels sont les chiffres que les investisseurs boursiers regardent avec le plus d'attention.

Pour le reste, il ne s'agit pas d'un roman : rien n'oblige à lire les chapitres dans l'ordre prévu. Une première lecture rapide pourra être suivie d'un examen plus attentif de telle ou telle partie en fonction de vos besoins.

Mais, de toute façon, laissez-vous d'abord guider par votre curiosité. Une question vous vient à l'esprit ? Allez chercher la réponse tout de suite. Vous avez un doute sur un point particulier ? Vérifiez-le sans plus attendre ! En Bourse, la fortune ne sourit pas aux plus audacieux, mais aux plus curieux et aux mieux informés.



Première partie

Pourquoi s’intéresser

à la Bourse

Dans cette partie…

L a première question à se poser chaque fois que l’on songe à placer son argent est de savoir à quoi l’on s’expose. Sur quoi reposent les espoirs de gain que l’on me fait miroiter, quels sont les risques que je courrai ? Quand on a compris cela, on peut aborder en détail les questions purement techniques. Fort logiquement, nous

commencerons donc par étudier le rôle de la Bourse dans l’économie, les principales caractéristiques des actions, leurs avantages et leurs inconvénients

par rapport à d’autres placements, les performances à en attendre et les précautions à prendre avant de s’aventurer dans cet univers nouveau où il est facile de s’égarer.

Chapitre 1

La porte ouverte sur le monde des entreprises

Dans ce chapitre :

- Au cœur des affaires
- De la petite boîte à la grande entreprise
- L’appel public à l’épargne (ou offre au public)
- Un marché où l’on vend et achète des actions
- Les entreprises cotées : nos plus beaux fleurons
- Pourquoi être actionnaire ?

E n temps ordinaire, on entend peu parler de la Bourse. Juste quelques brefs commentaires avant ou après les informations, pour signaler que le CAC 40 monte ou baisse de quelques points, que l’action de telle société est en hausse, que celle de telle autre est en repli. Et puis, de temps à autre, la Bourse se retrouve au cœur de l’actualité, soit parce qu’elle n’arrête pas de monter et de battre des records, soit au contraire parce qu’elle a entamé une descente que rien ne semble pouvoir arrêter et que le monde financier panique. Et des paniques, il y en a eu beaucoup au début du xxie siècle !

On peut en conclure que tout cela n'a pas de sens et que la Bourse est une sorte de casino qu'il vaut mieux éviter. Mais, si l'on y regarde de plus près, on s'aperçoit qu'au-delà des soubresauts qui l'agitent périodiquement la Bourse est un endroit où l'on peut gagner de l'argent. Mais, avant de se demander « comment » (nous le verrons ultérieurement), il faut d'abord se demander « pourquoi ». La vraie question est là : pourquoi la Bourse n'est-elle pas un jeu ? Pourquoi est-il normal que l'on y gagne de l'argent et pourquoi peut-on en perdre ? Pour le comprendre, il est impératif de savoir précisément ce qu'est une Bourse.

Au cœur des affaires

À l'origine, si l'on en croit les spécialistes, le mot « bourse » est apparu en Belgique au tournant des xiiie et xive siècles ; il aurait été inventé à partir du nom d'un riche particulier de Bruges, Van den Bürse, dans la maison duquel des banquiers se retrouvaient pour échanger des créances et des titres divers. Il viendrait simplement du mot « bourse », enveloppe de cuir destinée à contenir de l'argent, que cela ne nous étonnerait pas, mais cette histoire-là est plus jolie ! C'est maintenant un terme générique : il peut s'appliquer à tous les endroits où des gens se retrouvent pour échanger des produits contre

d’autres produits ou, le plus souvent, de l’argent. Ces produits peuvent être des actions de sociétés, des titres d’emprunts émis par des États ou des entreprises, des matières premières industrielles, comme le cuivre, l’aluminium et le zinc, ou agricoles, comme le blé, le maïs, le café et le cacao.

Dans cet ouvrage, nous nous intéresserons essentiellement aux marchés d’actions. D’ailleurs, dans le langage courant comme dans les journaux économiques, quand on dit « La Bourse monte » ou « La Bourse baisse », c’est

bien des actions de sociétés que l’on parle.

Le contrôle des entreprises

La question du capital des entreprises est une des plus importantes qui soient. Depuis la parution d’un ouvrage écrit par un certain Karl Marx et intitulé précisément *Le Capital*, on ne s’est pas seulement contenté d’écrire sur le sujet et d’agiter des idées. On s’est battu aussi, on a fait des révolutions et des contre-révolutions pour savoir à qui devaient appartenir les entreprises : à l’ensemble des citoyens (représentés par les collectivités locales ou les États) ou à des actionnaires privés ? Nous n’entrerons pas ici dans ce débat, que l’effondrement du bloc soviétique et la conversion de la Chine dite encore communiste à un capitalisme des plus agressifs semblent avoir au moins provisoirement tranché. Notons toutefois que,

en Europe, la question de la propriété de certaines entreprises rendant des services publics (transport, énergie, courrier) fait toujours l'objet de discussions assez vives ; le secteur privé gagne en importance, mais l'État reste actionnaire, majoritaire ou minoritaire, de nombreuses structures (c'est notamment le cas en France). De même, dans certains pays « émergents », les pouvoirs publics semblent soucieux de continuer à contrôler l'exploitation des richesses naturelles. Enfin, la crise financière qui a commencé en 2007 a été parfois interprétée non comme un accident de parcours mais comme une crise du système lui-même.

Que cette question ait suscité et suscite encore des controverses n'est pas étonnant. Le pouvoir politique ne peut se désintéresser du pouvoir économique : la production de biens et de services détermine la richesse du

pays, son bien-être et le maintien d'un certain ordre social. Que l'État gère lui-même l'activité économique ou qu'il se contente d'édicter les règles du jeu et d'en surveiller le respect, il est forcément impliqué. Cela est vrai dans tous les pays et dans tous les régimes.

Alors, sous des formes diverses, on retrouve partout la question du capital des entreprises. Présentée ainsi, la question semble bien abstraite. En quoi

nous concerne-t-elle ? Pourtant, nous allons le voir, le problème se pose en des termes très concrets. Et, pour nos finances personnelles, les conclusions à en tirer ne sont pas inintéressantes du tout.

Le capital, c'est capital !

Peut-on concevoir une entreprise sans capital, qu'il soit public ou privé ? Oui, c'est effectivement possible, mais avec des limites. On peut créer une entreprise individuelle simplement en remplissant un imprimé dans un centre de formalités des entreprises pour être immatriculé au registre du commerce ou au répertoire des métiers ; l'information est transmise aux caisses d'assurance sociale et à l'administration fiscale. Il n'y a alors pas besoin de *capital social* (capital d'une société), il n'y a pas de statut, pas d'associés, donc personne à réunir en assemblée générale constitutive.

Créer une entreprise, en fin de compte, c'est (relativement) simple. Depuis le début de l'année 2009, avec le statut de l'auto-entrepreneur, cela l'est encore davantage.

'OUBLIEZ PAS ! En réalité, même dans le cas d'une entreprise individuelle, il y a tout de même un capital : c'est le patrimoine personnel de l'entrepreneur. C'est ce

N

patrimoine qui garantit le financement de la création et du développement de l'entreprise. C'est en fonction de ce patrimoine (et de la qualité du projet)

que seront accordés éventuellement des prêts bancaires. Il est toutefois possible, par exemple avec le régime de l'EIRL (entrepreneur individuel à responsabilité limitée) de ne risquer qu'une partie de son patrimoine dans l'aventure.

La formule peut être intéressante pour quelqu'un qui veut créer une petite entreprise dont il restera le maître, voire le seul employé. Cela correspond à l'idée de « se mettre à son compte ». Mais pour quelqu'un qui veut créer une entreprise avec un projet ambitieux, qui veut grandir, embaucher, investir dans du matériel ou dans la recherche, l'entreprise individuelle, sans capitaux propres, n'offre guère de perspectives. La croissance implique le statut de société et des capitaux. On peut démarrer seul en bricolant dans son garage une voiture ou un ordinateur comme l'ont fait les pionniers de l'automobile ou de l'informatique. Mais rapidement, pour passer à la phase industrielle, il faut trouver des capitaux et créer une société.

De la petite boîte à la grande entreprise

Une société peut revêtir diverses formes juridiques. Nous n'en évoquerons que deux ici, parce que ce sont les plus courantes et parce que leur exemple suffit à comprendre comment s'organise la création d'une entreprise ayant des besoins en capitaux dépassant les capacités financières d'un

entrepreneur isolé.

Créer une SARL

La plus répandue est la SARL, société anonyme à responsabilité limitée, qui correspond parfaitement aux besoins de la plupart des PME. Pour la créer, il suffit de deux associés au minimum. Le montant du capital social est fixé librement par les associés en fonction des besoins de l'entreprise. L'apport peut se faire en numéraire (on met de l'argent dans l'entreprise) ou en nature (par exemple en apportant à la société son matériel informatique, dont la valeur estimée est alors précisée). Le total de ces apports en numéraire ou en nature détermine le capital social de la société. Ce capital est ensuite divisé en un certain nombre de parts, chaque associé détenant un nombre de parts correspondant à la valeur de ses apports.

La situation n'est pas figée : un associé peut revendre ses parts à une autre personne (moyennant le paiement d'une taxe), avec le consentement des autres associés, selon une procédure prévue par les statuts ; de nouveaux associés peuvent venir renforcer le capital de la société. Par ailleurs, chacun des associés n'est responsable des pertes de l'entreprise que dans la limite du montant de son apport (avec une exception pour le gérant, qui peut être tenu pour responsable des dettes laissées par la société s'il est prouvé qu'il a commis des fautes de gestion).

Par rapport à l'entreprise individuelle, on voit bien que l'on a franchi là un pas important : la SARL est une société qui peut évoluer, qui peut grandir en faisant appel, si besoin, à de nouveaux capitaux. Ces capitaux peuvent être apportés par des personnes qui viennent rejoindre l'entreprise, mais aussi par des personnes qui restent extérieures et font confiance à l'équipe en place. Cette formule est parfaitement adaptée aux entreprises familiales, mais les associés peuvent faire partie d'un cercle plus large.

Créer une société anonyme

Avec la société anonyme (SA), on franchit une nouvelle étape. Ainsi que le précise le Code de commerce, il s'agit d'une société dont le capital est divisé en actions (on ne parle plus de parts) et le nombre des associés (personnes

physiques ou morales) ne peut être inférieur à sept. Quant au capital social, il ne peut être inférieur à 37 000 €. Selon le choix effectué par les associés, la société peut être organisée de deux façons : selon la formule classique avec un conseil d'administration (entre 3 et 18 administrateurs, actionnaires ou représentants des actionnaires) et un président nommé par le conseil d'administration en son sein (le président peut aussi assurer la fonction de directeur général), ou alors avec un conseil de surveillance, composé

de 3 actionnaires au moins, de 18 au plus, qui nomme un directoire de 2 à 5 membres.

Cette organisation très structurée est prévue pour une entreprise qui, dès le départ, a déjà une certaine taille. Les frais de constitution et de fonctionnement sont élevés : la création d'une SA ne peut se faire sans l'intervention d'un juriste ; la gestion doit être suivie par un expert-comptable ; les comptes annuels doivent être approuvés par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ; certaines décisions doivent être approuvées par des assemblées générales extraordinaires.

Les actions peuvent être cédées librement mais, généralement, des dispositions statutaires ou des pactes d'actionnaires prévoient des clauses d'agrément. Et il faut trouver des acheteurs, ce qui n'est pas évident. Une action de société ne se revend pas comme cela, du jour au lendemain, sauf si elle est cotée. Pour nous, simples épargnants, c'est là que les choses commencent à devenir vraiment intéressantes.

L'appel public à l'épargne (ou offre au public)

Les fondateurs d'une SA peuvent avoir des idées mais peu de capitaux. Après avoir fait le tour de la famille ou des gens de leur entourage susceptibles de mettre de l'argent dans une entreprise, ils peuvent avoir besoin de recourir

à des investisseurs professionnels, des spécialistes de ce que l'on appelle le *capital-risque* (les sociétés de capital-risque apportent du capital et leur expérience à des entreprises qui démarrent – on parle alors d'« amorçage » – ou qui se développent – on parle alors de « capital-développement »). Pour cela, il faut avoir un bon dossier et savoir le défendre.

Au départ, des investisseurs prennent un risque

Les débuts peuvent être particulièrement difficiles car, contrairement à ce que les mots pourraient le laisser croire, les professionnels du capital-risque n'aiment pas trop le risque ; en tout cas, ils ne prennent que des risques calculés (ce qui est normal quand on travaille avec son argent et plus encore quand on fait travailler l'argent des autres). Les entrepreneurs qui n'en sont vraiment qu'au démarrage ont du mal à attirer les capitaux. Dans un deuxième temps, quand ils ont déjà fait leurs preuves et qu'ils cherchent d'autres capitaux pour accélérer leur développement, ils ont déjà plus de chances de retenir l'attention : on trouve plus de gens prêts à financer la croissance d'une entreprise qui tient la route qu'à aider à amorcer une activité nouvelle.

Ceux qui font du capital-risque ne sont pas des philanthropes. Leur but est de gagner de l'argent. Il existe une règle, qui se confirme toujours et sur

laquelle nous aurons souvent l'occasion de revenir : gains et risques vont de pair. Parier sur une entreprise qui démarre ou qui n'en est qu'à ses débuts, c'est risqué. Mais, si l'aventure réussit, il peut y avoir beaucoup d'argent à la clé. On achète une partie du capital d'une petite entreprise et on la revend quand l'entreprise est devenue grande ; le prix n'est alors plus le même. La différence peut être considérable.

D'autres investisseurs prennent le relais

Celui qui a risqué son argent dans le démarrage ou le développement d'une entreprise ne réalise concrètement son gain que le jour où il vend tout ou partie de ses actions. Pour cela, il faut qu'il trouve des acheteurs, ce qui peut se révéler très difficile, même si l'entreprise est d'excellente qualité. Des acheteurs peuvent être intéressés, mais à condition de détenir la majorité, voire la totalité du capital. Et si le fondateur de l'entreprise veut rester en place ? La solution consiste pour lui et ses partenaires à rechercher des investisseurs professionnels ou à proposer à tous les épargnants d'acheter des titres. Ils font alors, selon la nouvelle terminologie officielle, « offre au public » (jusqu'en avril 2009, on parlait d'« appel public à l'épargne ») ; ils peuvent même demander l'admission de la société sur un marché réglementé.

Un marché où l'on vend et achète des actions

Comme à l'origine de la finance moderne, où les banquiers se retrouvaient au domicile du mythique M. Van den Bürse, la Bourse est tout simplement un lieu où des intermédiaires professionnels se retrouvent pour échanger des ordres d'achat et de vente.

Le système classique

L'investisseur (vous, moi) qui veut acheter ou vendre des actions donne un ordre à l'un de ces intermédiaires. Ces derniers confrontent les ordres qu'ils ont reçus et, en fonction de l'offre et de la demande, ils arrivent à se mettre d'accord sur un prix. L'intermédiaire se retourne ensuite vers son client (le donneur d'ordre) pour lui demander de l'argent dans le cas d'un achat (le prix des actions plus une commission) ou lui en verser (le prix des actions vendues moins une commission).

Pour ce faire, il fallait autrefois un bâtiment réservé à cette activité (la Bourse, ou le Stock Market en anglais). Cette organisation subsiste encore maintenant sur certaines places financières et vous pouvez voir dans les reportages des gens qui s'agitent, qui hurlent, qui échangent des signes (c'est encore le meilleur moyen de communiquer dans le vacarme !), avec parfois des vestes de couleurs différentes selon le rôle qu'ils occupent ou la société financière pour laquelle ils travaillent. Mais, de plus en plus, la Bourse est

virtuelle, c’est-à-dire que les professionnels ne se retrouvent plus tous les jours à un moment et à un endroit précis ; les ordres d’achat et de vente sont introduits dans un système informatique et tout se passe par ordinateurs interposés. Les professionnels n’ont plus besoin de se déplacer.

Le marché moderne : efficace, mais moins convivial

L’informatisation des marchés boursiers a des avantages. D’abord, elle est rapide. Avant, pour passer un ordre de Bourse, il fallait aller voir son banquier ou son agent de change (ou lui téléphoner) pour passer son ordre. Maintenant, on va sur le site internet de son intermédiaire et on tape soi-même son ordre sur son clavier. Sur l’écran, on peut voir les dernières nouvelles de la société dont on veut vendre ou acheter des actions, la façon dont le cours évolue et les ordres d’achat ou de vente passés par les autres investisseurs. Et, quelques minutes plus tard, on voit si son ordre a été exécuté ou non. Avantage annexe très appréciable : l’informatisation a permis une nette baisse du coût des transactions.

Évidemment, la médaille du progrès a son revers. Prenons l’exemple de la Bourse de Paris. Avant, vous entriez par la porte ouest, vous traversiez la grande salle où se trouvaient les différents panneaux de cotation et la

fameuse corbeille (autour de laquelle se négociaient les actions des sociétés les plus importantes) et vous ressortiez par la porte est. Au passage, vous aviez pu sentir l'ambiance, discuter avec les agents de change ou leurs commis. Vous étiez au courant des dernières rumeurs, certains vous avaient glissé confidentiellement à l'oreille un de ces fameux tuyaux qui, en général, se révélaient percés. Bref, vous saviez (ou vous aviez l'impression de savoir et de comprendre) ce qui se passait. Aujourd'hui, sur votre écran, vous voyez une action monter ou descendre sans raison apparente et il vous faut parfois du temps pour trouver une explication.

Comme la nature a horreur du vide, ces échanges d'informations à la Bourse ou dans les restaurants du quartier ont été remplacés par les interventions des internautes dans les forums des sites spécialisés. Vous le verrez à l'usage, ces forums sont souvent très animés…

Si la corbeille pouvait parler…

Paris n'est pas toujours le point de départ de était garni de velours rouge. Là s'accoudaient toutes les innovations. En France, les premiers les agents de change, qui procédaient eux-

échanges de parts de sociétés auraient eu lieu mêmes à la cotation des grandes valeurs, cel es à Toulouse dès le xiiie siècle et la première qui aujourd'hui composeraient le CAC 40. Au véritable Bourse est née à Lyon vers 1540. centre se trouvait un tas de sable qui accueil ait Paris a mis beaucoup plus longtemps à se les cendres des cigares de ces messieurs. La doter d'un véritable marché et à lui trouver un corbeil e est devenue le symbole du capitalisme emplacement stable. Pour Napoléon Ier, dont on

financier, la représentation mythique du lieu connaît le goût des organisations rigoureuses où se discutaient les grandes affaires et où, et de la centralisation, cette situation était le cas échéant, se faisaient et se défaisaient inacceptable. En 1808, il demande à Alexandre les gouvernements. C'est cette image que le Théodore Brongniart (qui venait de tracer les général de Gaul e avait certainement en tête plans du cimetière du Père-Lachaise…) d'en- lorsqu'il prononça cette phrase restée fameuse : gager les travaux d'un palais de la Bourse sur « La politique de la France ne se fait pas à la l'enclos des Fil es Saint-Thomas où, avant la corbeille. »

Révolution, était situé un couvent. Brongniart,

mort en 1813, ne vit pas le palais qui porte son Ce temps-là est révolu. La corbeille a été nom et qui ne fut inauguré qu'en 1826, et dont démontée en juil et 1987. On peut encore la voir les plans avaient été sérieusement remaniés.

au premier étage du palais Brongniart, où a été

créé un musée de la Bourse, et on peut se faire

Au milieu de la grande sal e centrale trônait la une idée de l'ambiance qui régnait autour en corbeil e. Comme son nom le laisse supposer, lisant la description, très réaliste mais féroce, c'était une barrière circulaire, dont le dessus qu'en a faite Zola dans *L'Argent*.

Chapitre 1 : La porte ouverte sur le monde des entreprises

19

Les entreprises cotées : nos plus beaux

fleurons

Mais revenons à nos moutons, en l'occurrence à nos chefs d'entreprise qui

veulent développer leur société et cherchent des capitaux, ou qui ont besoin

de trouver de nouveaux actionnaires lorsque les anciens veulent se retirer.

La Bourse peut être une solution, mais à condition que l'entreprise ait déjà atteint une certaine taille. L'ordonnance du 22 janvier et l'arrêté du 2 avril 2009, qui réforment l'appel public à l'épargne et assouplissent des règles anciennes jugées pénalisantes pour la place de Paris et les entreprises à la recherche de capitaux, ne prévoient plus qu'un seuil minimal de capital (37 000 €), que la société fasse appel public à l'épargne ou non. Mais chaque marché réglementé peut avoir ses propres critères d'admission.

Pourquoi ces critères ? D'abord, un capital minimal offre une certaine garantie : une entreprise qui, avant de s'adresser au grand public des épargnants, a déjà réussi à attirer des investisseurs est supposée avoir un dossier solide ou avoir déjà fait ses preuves. L'entrée en Bourse est souvent considérée par les entrepreneurs comme la reconnaissance officielle de leur réussite. La bulle internet de la fin des années 1990 a montré que ce filtre n'est pas toujours efficace et que réussissent parfois à se faire coter des entreprises qui promettent beaucoup mais n'ont guère les moyens de tenir. Cela ne fait que confirmer la nécessité de demander aux entreprises de remplir un certain nombre de critères pour accéder à la Bourse.

La règle du capital minimal s'explique aussi par la nécessité de pouvoir mettre sur le marché un nombre assez élevé de titres. Ceux qui ont déjà une certaine pratique de la Bourse savent que le problème majeur des valeurs

petites et moyennes (les actions des entreprises de taille petite ou moyenne) est l'étroitesse de leur marché : les moindres changements dans l'offre ou la demande peuvent faire bouger les cours dans un sens ou dans l'autre de façon considérable.

Être coté, à quoi ça sert ?

Beaucoup d'entreprises remplissent toutes les conditions pour être cotées en Bourse et, pourtant, elles n'y vont pas. Pourquoi restent-elles à l'écart ? La réponse est claire : être coté en Bourse présente des avantages et des inconvénients. Dans certains cas, les dirigeants de l'entreprise seront plutôt sensibles aux premiers, dans d'autres, ils seront effrayés par les seconds. Pour prendre quelques exemples très connus, Bill Gates a choisi assez tôt d'introduire en Bourse Microsoft, le numéro un mondial des logiciels

informatiques ; à l'opposé, Ingvar Kamprad, le fondateur d'un autre géant mondial, Ikea dans le domaine du meuble, a préféré conserver seul le contrôle de la totalité du capital de son entreprise. Ces choix différents ne les ont pas empêchés de connaître tous les deux des réussites exceptionnelles et de se hisser parmi les premières fortunes mondiales.

Les avantages

Pour les fondateurs de l'entreprise et ceux qui les ont accompagnés (les

sociétés de capital-risque notamment), l'introduction en Bourse est une excellente porte de sortie. Elle leur offre la possibilité de ne mettre sur le marché qu'une partie des actions de la société et donc d'en garder le contrôle. La cotation de la société peut permettre par exemple à certains membres de la famille fondatrice de prendre une partie de leur bénéfice tout en restant actionnaires et associés à la direction de l'entreprise.

La cotation peut être aussi un excellent moyen de bien valoriser son patrimoine financier. Il est en effet très difficile de définir la valeur exacte d'une entreprise. Différentes méthodes comptables existent, qui ne donnent pas toutes les mêmes résultats. Une introduction en Bourse bien préparée et réussie peut permettre d'arriver à un prix plus élevé que les premières estimations ne le laissaient penser. Elle peut aussi s'accompagner d'une augmentation de capital, qui permettra à l'entreprise d'aller plus loin dans son développement.

Enfin, une société cotée est obligée de communiquer ; on parle d'elle. Cela peut être bon pour sa notoriété et sa réussite future.

Les inconvénients

Une introduction en Bourse coûte cher. Des financiers se sont spécialisés sur ce créneau juteux : amener des entreprises à la Bourse. Pour eux, c'est une affaire rentable (du moins à certaines périodes) : ils se font rémunérer très

cher pour mener cette opération à bien, et plus le cours d'introduction est élevé, plus ils gagnent. Des chefs d'entreprise qui se sont laissé convaincre de coter leur société en Bourse, parce que voir leur nom en haut de l'affiche satisfaisait leur ego, s'en sont repentis ensuite quand ils ont vu la facture finale. Et les frais continuent après l'introduction : communication financière, relations avec les actionnaires, etc.

Être connu, c'est bien, mais rester à l'abri des regards du public et des curiosités de la presse, c'est encore mieux. Beaucoup de dirigeants ne tiennent pas à ce que l'on parle d'eux. Être obligé de donner des informations régulières sur la marche de son entreprise, son développement, ses projets, sa situation financière, c'est une contrainte lourde dont beaucoup préfèrent se passer.

Chapitre 1 : La porte ouverte sur le monde des entreprises

21

Microsoft : les logiciels de la fortune

Qui n'a jamais entendu parler de Bill Gates et Microsoft est fondé en 1975 ; son chiffre de Microsoft ? L'histoire de celui qui reste l'un d'affaires atteint 1 mil ion de dol ars en 1978 ; des hommes les plus riches du monde a de quoi il dépasse 1 milliard en 1990 et atteint 69,9

faire rêver tous les créateurs d'entreprise. Mais milliards de dollars au cours de l'exercice n'est pas Bill Gates qui veut : on trouve rarement 2010-2011. En mars 1986, la société entre en chez un individu (ou deux individus, puisque Bourse, sur le Nasdaq. En décembre 2007, sa le succès de Bill Gates

est aussi celui de son capitalisation boursière (la valeur globale de copain Paul Al en) autant de talents réunis.

toutes les actions Microsoft) atteint un sommet

Bill et Paul sont encore étudiants lorsqu'ils ont de 333 mil iards de dol ars ; el e est revenue l'idée de s'associer pour concevoir et vendre des à 219 mil iards fin 2011. Une particularité : la programmes informatiques (Bill a alors 20 ans). société n'a pas distribué de dividendes avant Mais ils sont doués aussi pour la finance. Avant 2004. Mais ceux qui ont acheté des actions eux, les éditeurs vendaient leurs logiciels aux Microsoft alors que la firme de Redmond n'était constructeurs et leur abandonnaient tous leurs qu'au début de son développement n'ont pas à droits sur ces logiciels. Pour leur premier contrat se plaindre : l'entreprise a fait quatre milliar-avec la société MITS, qui lance un ordinateur daires et plusieurs milliers de millionnaires personnel, leur coup de génie a été de ne concé- parmi ses employés. Toutefois, les succès de der leur licence qu'à un prix modique mais avec Microsoft sont aujourd'hui éclipsés par ceux une contrepartie : ils toucheraient 35 dol ars d'Apple. Avant de disparaître en octobre 2011, sur chaque ordinateur équipé de leur logiciel. son fondateur, Steve Jobs, a fait d'Apple la Et ils ont eu l'heureuse idée de procéder de la société la plus chère du monde, devant Exxon.

même façon en 1980 lorsqu'ils ont vendu leur Au début de 2012, le cours de láction Apple licence à IBM pour le PC qui al ait véritablement sést littéralement envolé : en trois mois, il a marquer le point de départ du développement progressé de 54 % et, à plus de 600 $, il a conduit foudroyant de l'ordinateur personnel aux États- à une capitalisation boursière de plus de 550

Unis et dans le monde. Astuce supplémentaire : mil iards de dol ars. Un record absolu. Depuis la licence était non exclusive, c'est-à-dire que lors, le duel continue entre les deux compa-Microsoft a pu aussi vendre ses logiciels à gnies. En janvier 2012, après la publication de tous les constructeurs qui sont venus ensuite résultats trimestriels impressionnants, Apple concurrencer IBM.

valait plus de 417 mil iards de dol ars contre 414

pour ExxonMobil.

Selon ces dirigeants, mieux vaut avoir un bon banquier que des actionnaires. Aucun chef d'entreprise n'aime s'expliquer devant son banquier (ou ses banquiers) et avoir à justifier de sa bonne gestion pour obtenir des crédits ou des lignes de crédit (crédit que la banque s'engage à accorder sur une certaine période, mais qui n'est ouvert qu'en fonction des besoins réels). Pourtant, beaucoup préfèrent cela à des réunions avec des actionnaires, qui ne se soucient que du dividende et accueillent avec réticence les projets d'investissement.

Le match coté/non coté

Au cours des dernières années, on a vu des fonds d'investissement racheter des entreprises cotées en Bourse, parfois de grande taille, et leur faire quitter la cote. L'explication ? Ils auraient les coudées plus franches que les dirigeants de l'entreprise cotée pour mener à bien les changements et les restructurations nécessaires, améliorer la rentabilité de la société et la revendre ensuite à un autre fonds ou la réintroduire en Bourse une fois la mutation accomplie.

C'était la montée en puissance du *private equity* contre le *public equity*, pour reprendre un vocabulaire anglais souvent employé.

Attention au contresens ! Il ne s'agit pas de faire la distinction entre des

entreprises publiques et des entreprises privées au sens où on l'entend en France. Il s'agit là de différencier des entreprises non cotées, *private*, c'est-à-dire détenues par une famille, quelques personnes physiques ou morales ou un fonds d'investissement, et des entreprises cotées, *public*, qui offrent leurs titres au public et doivent publier régulièrement un certain nombre d'informations.

Cette mode du *private equity* a été un peu mise à mal par la crise financière apparue à l'été 2007. Les fonds qui interviennent dans ces opérations d'achat d'entreprises ont très largement recours à l'emprunt : quand les établissements financiers ont à faire face à de durs problèmes dans un secteur (en l'occurrence l'immobilier), ils ont tendance à se montrer moins généreux en matière de crédit, quel que soit le demandeur (particulier ou entreprise) et le secteur concerné. On a ainsi vu les acteurs les plus dynamiques dans l'univers du *private equity* manquer de carburant pour lancer de grandes opérations. Mais cela ne durera peut-être pas. Dans la finance comme dans l'habillement, il y a des modes ! Des comportements très « tendance » un jour sont discrédités le lendemain et réapparaissent le surlendemain. Après la grande vague du *private equity*, il y a eu un repli. Gageons que ce n'est pas fini : le débat entre les avantages respectifs de l'entreprise cotée et de l'entreprise non cotée n'est pas près de s'achever.

Pourquoi être actionnaire ?

L’épargnant peut se poser la question : pourquoi aurais-je intérêt à acheter des actions d’entreprises cotées ? Et, quant à m’intéresser aux entreprises, dois-je le faire par le biais des actions ou des obligations ? Cela mérite quelques explications.

Chapitre 1 : La porte ouverte sur le monde des entreprises

23

Pour trouver les moyens financiers dont elle a besoin, une entreprise qui offre des titres au public a le choix entre deux grandes solutions.

Les obligations…

C’est la version grand public du crédit bancaire. Au lieu de s’endetter envers une seule institution – sa banque –, l’entreprise choisit de s’endetter envers une multitude de personnes : toutes celles qui acceptent de souscrire à son emprunt au moment où il est lancé ou qui achètent ensuite les titres d’emprunt cotés sur le marché boursier. Pour ces emprunts lancés auprès du public, c’est évidemment l’État qui est le mieux placé pour obtenir des capitaux sans verser des intérêts annuels trop élevés : en pratique, un État ne fait pas faillite ; s’il a vraiment besoin d’argent, il suffit qu’il augmente les impôts… Bref, avec l’État, on est pratiquement sûr d’être remboursé, si l’on excepte certaines situations de crise : les porteurs d’emprunts russes au siècle dernier en ont fait la douloureuse expérience et, en 2012, les banques ont dû accepter un abandon de 50 % de la valeur de leurs créances sur

l’État grec. Mais la grave crise de confiance envers les États de la zone euro qui a suivi ne remet pas en cause le principe général : le taux auquel peut emprunter l’État est la référence en matière de crédit.

Une entreprise qui bénéficie d’une bonne réputation et d’une bonne notation – chaque opération d’emprunt est étudiée par une agence de notation qui lui décerne une note – peut espérer lancer un emprunt à un taux assez proche de celui de l’État. Supposons, par exemple, que l’État s’endette à cinq ans au taux de 4,5 %. Une entreprise qui veut lancer un emprunt de même durée devra, elle, offrir un taux d’intérêt de 4,7 % ou de 4,8 %, voire plus si elle n’inspire qu’une confiance limitée. L’écart entre le taux payé par l’entreprise et le taux de l’emprunt d’État de référence est le *spread*, terme anglais que l’on retrouve dans tous les commentaires sur ces questions.

Pour l’entreprise, émettre un emprunt suppose qu’elle a déjà atteint une certaine dimension, une certaine « surface financière », comme disent les spécialistes. Sinon, elle sera condamnée à s’endetter auprès de son banquier ou d’un groupe de banquiers. Cela dit, c’est toujours un banquier qui organise et qui effectue le placement dans le public des emprunts émis par les entreprises ; il est difficile de s’en passer… Quand l’entreprise emprunte à sa banque, celle-ci touche des intérêts annuels jusqu’à l’échéance de l’emprunt. Quand l’entreprise lance un emprunt dans le public, la banque reçoit une commission de placement.

Pour l’épargnant, à condition de bien choisir les obligations, c’est une bonne affaire. Cela rapporte plus qu’un emprunt d’État, c’est en principe assez sûr (les défaillances de gros emprunteurs sont en fait assez rares, mais le risque existe et cela explique que les entreprises doivent, en général, accorder

un taux d’intérêt plus élevé que l’État). Les obligations sont cotées tous les jours ; on peut donc les vendre ou les acheter quand on le souhaite. Il y a une incertitude : on ne sait pas à quel prix on pourra les revendre. Mais on sait où l’on va si on les garde jusqu’à leur échéance : on retrouvera son capital et, entre-temps, on aura touché des intérêts dont le mode de calcul a été défini au départ. En somme, les risques sont minces et on a affaire à un placement assez sûr.

… ou les actions ?

Imaginons que l’entreprise qui, plus haut, avait choisi d’émettre des obligations, choisisse cette fois d’émettre des actions. Qu’est-ce que cela change pour elle et pour l’épargnant ?

Pour l’entreprise, il s’agit d’une augmentation de capital. Cet argent figure désormais dans ses fonds propres et n’a pas à être remboursé. Cependant, ceux qui lui ont apporté leurs économies ne l’ont pas fait par altruisme ; ce n’est pas un don ; ils entendent bien recevoir une rémunération. Cette

rémunération, ce sera une partie du bénéfice réalisé chaque année, s'il y a un bénéfice… et si les dirigeants de l'entreprise décident de distribuer tout ou partie de ce bénéfice. Autrement dit, l'entreprise ne prend aucun engagement à l'égard de son actionnaire, qui n'a aucune garantie de recevoir une rémunération annuelle et n'est même pas sûr de retrouver son capital intact, car le cours de l'action peut connaître des fluctuations très amples.

'OUBLIEZ PAS ! Pour l'épargnant, direz-vous, ce n'est pas très intéressant. Avec une *obligation*, on sait qu'on sera remboursé au plus tard à l'échéance de

N

l'emprunt et qu'entre-temps on recevra tous les ans une rémunération définie à l'avance. Avec une *action*, on s'engage pour une durée indéfinie, on ne sait pas où cela mènera et on n'est même pas sûr de recevoir une rémunération (un *dividende*) tous les ans.

En contrepartie, si l'affaire est bien gérée et continue à se développer, l'action prendra de la valeur. C'est un pari, mais si le risque est bien calculé, il sera payant et, au total, le gain sera bien supérieur aux quelques points de pourcentage qu'une obligation peut rapporter chaque année. Ceux qui ont misé dès le départ sur Bill Gates et Microsoft ne le regrettent sûrement pas.

Récapitulons

Le côté négatif de l'action, nous venons de le voir, c'est son caractère

incertain. Investir dans une entreprise, c’est prendre un risque, c’est se lancer dans une aventure. Mais c’est une aventure qui peut déboucher sur quelque chose de positif. Et même de doublement positif.

Chapitre 1 : La porte ouverte sur le monde des entreprises

25

Une action, c’est une part du capital de l’entreprise, c’est un droit de propriété sur une partie de l’entreprise. Si l’entreprise grandit, la part que vous détenez prend de la valeur, votre fortune augmente. Regardez bien les listes des grandes fortunes : quel que soit le secteur dans lequel les heureux gagnants ont exercé leur talent, c’est toujours la valeur des actions qu’ils détiennent qui détermine l’essentiel de leur patrimoine.

Cette part du capital vous donne droit à recevoir chaque année un dividende, si les résultats ont été bons et s’il y a quelque chose à distribuer.

En résumé, avec une action, vous pouvez à la fois faire un gain en plus-value (si le cours de l’action monte) et percevoir des revenus annuels.

En cela, il n’y a pas de miracle : avec des actions, vous êtes en prise directe avec l’entreprise. Or, c’est à l’intérieur de l’entreprise que se crée la richesse. Dans ces conditions, il n’est pas surprenant que les actions soient un bon placement, si ce n’est le meilleur, comme nous allons le voir dès le chapitre suivant.

Chapitre 2

Le meil eur des placements ?

Dans ce chapitre :

▸ Le placement le plus rémunérateur du xxe siècle

▸ Sur les trente dernières années, les actions l'emportent aussi, malgré une décennie perdue

▸ Le couple infernal rémunération-risque

A insi, maintenant, les choses sont claires : une action est un droit de propriété sur une fraction de l'entreprise. Si l'entreprise fait des bénéfices et les distribue, l'actionnaire a droit à sa part. Si la valeur de l'entreprise s'accroît, l'action prend de la valeur. La richesse se crée dans les entreprises et l'actionnaire, sans qui rien ne serait possible – l'entreprise a besoin de gens qui apportent leur capacité de travail et d'autres qui apportent des capitaux –, est directement associé à ce processus. C'est donc là qu'il faut être pour faire fructifier ses économies et s'enrichir. Osons le dire : c'est même le meilleur des placements !

Vous ne le croyez pas, vous restez sceptique ? Vous avez raison. En matière de placements, il ne faut jamais prendre pour argent comptant tout ce qu'on vous raconte. Quitte à passer vraiment pour un nul, il faut toujours demander des précisions, des explications. Tous ceux qui gagnent leur

vie en faisant travailler votre argent n'hésitent pas à vous attirer par des promesses alléchantes. Ils ont compris que vous étiez surtout préoccupé par la recherche de la sécurité maximale pour vos économies ? Pas de problème, ils ont en magasin le produit financier le plus sûr qui ait jamais existé. Vous semblez davantage tenté par la recherche de la performance pour accroître votre capital ? Pas de problème non plus : ils peuvent vous faire gagner encore plus que vous n'auriez osé l'imaginer ! Alors, maintenant,

après quelques expériences personnelles ou dans votre entourage un peu décevantes, vous êtes sur vos gardes.

Si l'on vous dit que les actions sont le meilleur des placements, vous vous demandez si l'on ne se moque pas de vous. Forcément, vous avez entendu parler du krach de 1929, de ce fameux jeudi noir du 24 octobre où

les financiers américains, ruinés, se jetaient, a-t-on dit, par les fenêtres. Vous avez aussi entendu parler du lundi noir du 19 octobre 1987, qui a vu les cours baisser à Wall Street de plus de 22 % en une seule journée, un record absolu ! Plus récemment encore, vous avez entendu parler de la folle montée des actions des sociétés de haute technologie liées à Internet à la fin des années 1990 et de leur chute brutale en 2000. Vous vous souvenez de la crise provoquée sur tous les marchés financiers à partir de 2007 par

l’effondrement du marché immobilier américain et vous avez bien remarqué que la Bourse de Paris a terminé l’année 2011 en baisse, à un niveau à peine supérieur à celui de la fin de 2002. Pour un placement que l’on dit si merveilleux, cela fait beaucoup !

Et pourtant, nous allons le voir, le placement en actions a été celui qui a le mieux résisté à l’histoire agitée du xxe siècle. Si l’on regarde aussi ce qui s’est passé au cours des trente dernières années, on constate que les actions ont enregistré un très beau parcours et ont rivalisé avec l’immobilier, qui a pourtant connu une phase de hausse d’une durée et d’une ampleur exceptionnelles. Assurément, il serait dommage de ne pas s’intéresser aux actions, mais à condition de bien comprendre quels sont leurs avantages et leurs risques en comparaison avec les autres placements.

Il est certain que le palmarès des dernières années n’est pas en faveur des actions. Cela ne remet pas en cause le raisonnement général sur une longue période mais souligne l’importance des cycles. Ce n’est pas parce que les actions sont un bon placement qu’il faut y destiner tout le temps une part constante et élevée de son patrimoine, comme nous allons le voir.

Le placement le plus rémunérateur du xxe siècle

Les comparaisons dans le temps entre les différents placements doivent être menées de façon rigoureuse. Il ne saurait être question en ce domaine

de se fier à des expériences personnelles. C'est particulièrement vrai lorsque l'on parle des actions : des choix malheureux peuvent conduire à un désastre alors que, dans le même temps, d'autres personnes se sont enrichies de façon spectaculaire. Pour cette analyse du comportement des différents placements au xxe siècle, nous nous sommes donc référés à une étude réalisée par l'Insee (Institut national de la statistique et des études économiques). L'or ne pose pas de problème : on dispose de cotations régulières sur toute la période ; une once d'or pèse toujours le même poids, un lingot d'un kilogramme aussi. Pour les obligations et surtout pour les actions, c'est un peu plus compliqué : des sociétés disparaissent de la cote, d'autres apparaissent. Mais, en prenant pour chaque année l'indice de

référence, on arrive à une bonne approximation des évolutions réellement enregistrées. Il faut aussi adopter une convention : on suppose que, chaque année, les dividendes perçus sur les actions et les intérêts reçus des obligations ont été réinvestis dans la même classe d'actifs, en actions ou en obligations.

Enfin, pour bien mesurer si ces placements ont été gagnants ou non, il faut tenir compte de l'inflation. Car, sur ce plan, l'histoire du xxe siècle a

été particulièrement tumultueuse. Chacune des deux guerres mondiales a provoqué de graves tensions sur les prix. On a du mal aujourd'hui à se représenter vraiment ce qu'est l'inflation. La Banque centrale européenne commence à sonner le tocsin dès que la hausse des prix à la consommation dépasse ou menace de dépasser 2 % par an. Mais il faut se souvenir que la hausse des prix a dépassé 50 % pendant trois ans après la Seconde Guerre mondiale, en 1945, 1946 et 1947. À côté de cela, les hausses de prix de 14 % à 15 % qui ont suivi les chocs pétroliers des années 1970 ont été des broutilles. La conséquence de ces dérapages inflationnistes est claire : le pouvoir d'achat du franc s'est érodé. Un seul franc de 1913 équivaut à 17,70 nouveaux francs de décembre 2000.

Les actions ont mieux résisté que les obligations ou l'or

Il n'est pas besoin d'être un grand spécialiste de la finance pour comprendre qu'un emprunt d'État à dix ans assorti d'un intérêt de 3 % ne vous rapporte en fait pas grand-chose quand la hausse des prix atteint ou dépasse 10 % par an et que le capital qui vous est remboursé au bout de ces dix ans a perdu beaucoup de sa valeur. Dans la grande phase de stabilité des prix qui avait caractérisé la fin du xixe siècle et les toutes premières années du

xxe siècle, les rentiers – c'est-à-dire ceux qui avaient placé leur argent en emprunts d'État qui leur assuraient une rente de 3 % – avaient été les rois. La Première Guerre mondiale a marqué une rupture (ce n'est pas un hasard si les économistes font démarrer le xxe siècle en 1914) : le xxe siècle a été celui de la mort du rentier !

Et pourtant, si l'on mesure l'évolution de nos trois placements – l'or, les actions et les obligations – de décembre 1913 à décembre 2000, on constate que la somme investie en obligations a été multipliée par 740 au cours de cette période. Mais cela n'a pas suffi à compenser la hausse des prix : le pouvoir d'achat du capital placé en obligations a été divisé par 2,5. Pauvre rentier !

L'or s'est mieux comporté. On dit souvent de ce placement qu'il est un refuge

contre les crises et l'inflation. Cela est vrai. L'histoire a montré qu'il constitue

une bonne défense dans les périodes les plus noires. De fin 1913 à fin 2000, sa valeur a été multipliée par 1 860, ce qui fait que son pouvoir d'achat a été multiplié par 1,1. C'est peu, mais ne pas perdre tout au long d'une période aussi troublée, c'est déjà une belle performance.

Quant aux actions, malgré le krach de 1929 et toutes les autres péripéties qui ont suivi, leur valeur a été multipliée par 54 800 ; elles ont donc progressé

beaucoup plus vite que l’inflation et, au total, du début à la fin du siècle, leur pouvoir d’achat a été multiplié par 31.

Pourtant, la Bourse ne fait pas toujours des

miracles

Si notre but était de vous faire croire que les actions sont toujours et partout le meilleur des placements, nous pourrions arrêter là la démonstration. Mais les choses sont un peu plus compliquées et, même au cours d'un siècle globalement très favorable aux actions, on constate qu'elles ont connu des périodes très difficiles. En reprenant de façon plus détaillée cette histoire du xxe siècle, on verra qu'il n'y a pas de miracle : toutes les périodes économiques ne sont pas favorables à la Bourse. Pour faire fortune, il faut arriver au bon moment… ou avoir de la patience.

✓ **1913-1920.** La guerre bouleverse le fonctionnement de l'économie. Les prix augmentent de 19 % par an en moyenne. Les détenteurs d'obligations perdent 15 % par an, ceux qui ont des actions 10 % par an. Seul l'or limite les dégâts, avec une perte de seulement 1 % par an.

✓ **1921-1935.** Cette période comporte deux phases : l'une avec une hausse des prix encore rapide, puis une autre marquée par la déflation. Les actions commencent bien, puis reculent après 1929 ; les obligations, d'abord affaiblies par l'inflation, regagnent ensuite de la vigueur, tout comme l'or, qui joue son rôle de refuge. Au total, actions et obligations arrivent au coude à coude, avec une performance annuelle de 4 %, devant l'or (1 %).

Chapitre 2 : Le meilleur des placements

31

Octobre 1929 : le krach le plus fameux de l’histoire

Quel est le krach le plus terrible de toute l’his- Si le krach de 1929 a tant marqué les esprits, toire boursière ? Sans hésiter, chacun d’entre c’est aussi parce qu’il est resté le prototype nous citera spontanément celui d’octobre 1929. de toutes les grandes crises boursières. Le Pourtant, depuis, on a fait mieux : en une seule schéma est (presque) toujours le même : une journée, le lundi noir du 19 octobre 1987, à New longue période de prospérité fait croire aux York, l’indice Dow Jones a reculé de 508 points, acteurs économiques et aux investisseurs perdant ainsi 22,8 % de sa valeur. Même au qu’il n’y a plus de risques, que le prix de tous plus fort de la crise de 1929, le lundi noir du les actifs (immobilier ou actions) va continuer 28 octobre, le Dow Jones n’avait perdu « que » à croître indéfiniment et chacun se rue pour 12,9 %. Le problème, c’est qu’avant, le 24, il y avoir sa part du gâteau. La fièvre spéculative avait eu un jeudi noir et que, le lendemain, le 29, gagne tous les secteurs. Le krach boursier de il y a eu un mardi noir. Après le krach de 1987, il 1929 avait été précédé par une fol e montée du n’a fal u qu’un an pour que les marchés effacent prix des terrains en Floride, accompagnée de leurs pertes et les conséquences économiques multiples escroqueries ; cette folie immobilière des troubles boursiers ont été finalement s’était mal terminée et avait provoqué la fail ite beaucoup plus limitées qu’on ne l’avait d’abord de 57 banques. La ressemblance avec les redouté. Le choc de 1929 a été très long ; trois événements de 2007-2009 n’est pas fortuite.

ans après les premières secousses, Wall Street

a encore tremblé et, au total, du point le plus La principale différence entre la crise de 1929 et haut de 1929 au point le plus bas de 1932, la cel e que nous venons de vivre, affirment ceux Bourse américaine a reculé de 85 %. Il a fal u qui veulent nous rassurer, est que les banques attendre 1954 pour qu’el e retrouve son niveau centrales et les gouvernements ont appris d’avant la crise.

à gérer ces crises. L’évolution de la science

économique fait qu’aujourd’hui une grande

Et, surtout, le krach de 1929 a entraîné un dépression comme cel e des années 1930 paraît sévère recul de l'activité économique, qui s'est peu probable. Mais, à en juger par la chute de propagé des États-Unis à l'ensemble du monde. l'activité à partir de la fin de 2008 et l'incapa-Ce fut la Grande Dépression, qui déboucha sur cité des autorités à ramener la confiance, un la Seconde Guerre mondiale.

doute subsiste.

✓ **1936-1950.** De façon surprenante, la Bourse a connu quelques belles années pendant l'Occupation, mais le vent a tourné à partir de 1943. Quant aux obligations, elles ont mal supporté le retour de l'inflation à partir de 1936. Ainsi que le constate l'Insee, « fin 1950, les détenteurs d'obligations sont quasiment ruinés, le pouvoir d'achat du capital ayant été divisé par 23 depuis 1913 ». Seul l'or préserve le pouvoir d'achat du capital investi au cours de cette période.

✓ **1951-1962.** Le gouvernement Pinay arrive à stabiliser les prix, et les obligations enregistrent à nouveau des performances positives. Les

actions profitent à plein de la reconstruction et du redémarrage de l'activité. Le pouvoir d'achat de l'or diminue.

✓ **1963-1972.** Avant même l'envolée des cours du pétrole, les tensions inflationnistes resurgissent. Les obligations résistent bien, grâce aux emprunts indexés sur l'or lancés dans les années 1950. Les actions, elles,

se traînent désespérément.

✓ **1973-1982.** Les deux chocs pétroliers ont un impact direct sur les placements : l'or gagne 51 % en 1974 et 86 % en 1979. Pour attirer les investisseurs vers les obligations, l'État lance de nouveaux emprunts indexés (emprunt Giscard d'Estaing de 1973 indexé sur l'or, emprunt Barre de 1977 indexé sur l'écu). Pour maintenir le pouvoir d'achat des ménages et la consommation, les politiques menées favorisent les salaires au détriment de la rémunération du capital. Les actions enregistrent des performances négatives.

✓ **1983-2000.** Dans le sillage des États-Unis, tous les pays industrialisés se lancent dans de vigoureuses politiques de lutte contre l'inflation. En France, aux nationalisations du début des années 1980 succèdent les privatisations ; partout, les marchés financiers se développent et les actions enregistrent des performances records (17 % par an en moyenne) ; les effets du krach de 1987 ont été très vite effacés. Les obligations se portent bien aussi, grâce au ralentissement de la hausse des prix. Le grand perdant est l'or, qui s'effondre après un point haut en janvier 1980. Ce point ne sera atteint de nouveau et dépassé qu'en janvier 2008.

La conclusion à tirer de ce rapide survol du siècle dernier est claire : les

actions l’emportent largement sur les autres placements sur une longue période. Mais à court terme, ou même à moyen terme, les risques de perte sont élevés.

Sur les trente dernières années, les actions

l’emportent aussi

Des études plus récentes ont été menées. Nous citerons notamment celles de l’IEIF (Institut de l’épargne immobilière et foncière), qui ont l’avantage d’inclure d’autres formes de placement de nature à intéresser fortement les investisseurs. Nous pensons en particulier à l’immobilier, qui a enregistré des performances spectaculaires au cours des dernières années, à Paris mais aussi dans la plupart des grandes villes de province. Comme dans l’étude de l’Insee sur le xxe siècle, tous les calculs sont faits en utilisant la méthode des revenus réinvestis.

Chapitre 2 : Le meilleur des placements

33

La folie des années 1990 et le krach de 2000-2002

Les années 1990 avaient mal commencé, avec des TMT (Technologies, médias, télécommu-une crise immobilière suivie d’une récession nications). Avec le développement foudroyant en 1991 aux États-Unis. L’Europe, secouée par d’Internet et de la téléphonie mobile, on a paru les conséquences de la réunification al emande entrer dans un nouveau monde où la crois-et des crises en série sur les marchés des sance de l’activité, des bénéfices et des cours changes, en avait durement subi le contrecoup boursiers serait infinie. Même des sociétés qui et avait mis longtemps à retrouver le chemin

enregistrent des pertes colossales en compa-de la croissance. À la Bourse de Paris, l'indice raison de leur chiffre d'affaires voient alors CAC 40 avait chuté de 24,1 % en 1990 ; après trois leurs cours monter à toute al ure parce qu'on bonnes années, il était lourdement retombé en pense qu'el es sont promises à un bel avenir.

1994, avec une perte de 17,1 %, et l'année 1995

avait été encore légèrement négative. Et puis, En 1999, l'indice CAC 40 gagne 51,1 %. À New de part et d'autre de l'Atlantique, aux États-Unis York, d'octobre 1998 à mars 2000, l'indice du d'abord, en Europe ensuite, la confiance était Nasdaq, où sont cotées la plupart des TMT, revenue. Les marchés boursiers avaient monté est multiplié par plus de 3,5. Le mouvement si vite que, fin 1996, Alan Greenspan, président s'arrête là, brutalement. Il se poursuit encore de la Réserve fédérale (la banque centrale des à Paris jusqu'à la fin de l'été 2000, mais la fête États-Unis), avait jugé utile de lancer une mise est bel et bien finie. Au cours des deux années en garde contre « l'exubérance irrationnel e suivantes, ce sera un vrai massacre.

des marchés ».

Certaines valeurs ne s'en sont jamais remises.

Et pourtant, on n'avait encore rien vu ! Au cours En février 2000, le titre France Télécom avait des années suivantes, on al ait connaître la folie atteint 219 € ; il a terminé 2011 à 12,135 €…

Si l'on raisonne sur les années 1980-2010, soit trente ans, les actions ont

été le placement le plus rémunérateur, devant l'immobilier (bureaux et

logements à Paris). Sur vingt ans, de 1990 à 2010, ce sont encore les actions

qui l'emportent. Mais, sur dix ans, de 2000 à 2010, si l'on excepte une certaine

catégorie d'actions (les foncières cotées), c'est l'or qui enregistre la meilleure performance, devant l'immobilier. Et sur cinq ans, de 2005 à 2010, l'or bat

nettement tous les autres placements.

L'utilisation de ces chiffres montre qu'on peut prouver tout et son contraire en choisissant bien le point de départ et le point d'arrivée de ses comparaisons. Par exemple, si l'on prend la période 1972-1982, on arrive à la conclusion que c'est l'or qui réalise les meilleures performances, alors qu'il a connu ensuite deux décennies médiocres, avant de renaître après 2005. Les années se suivent et ne se ressemblent pas. Chaque placement connaît son heure de gloire. Mais, si l'on prend des durées suffisamment longues pour englober des cycles de hausse et de baisse de chacun d'entre eux, on arrive

toujours à la même conclusion : sur une longue période, ce sont les actions qui sortent gagnantes.

Le couple infernal rémunération-risque

En fait, dans tout cela, il y a une logique économique. En règle générale, les investisseurs qui prennent peu de risques n'ont guère de mauvaises surprises, mais, en contrepartie, leurs gains sont modestes. Ceux qui prennent des risques sont toujours à la merci d'une forte déception et peuvent connaître des années très difficiles ; pourtant, sur une longue période, ce sont eux les gagnants. D'autres facteurs entrent en ligne de compte, comme la fiscalité, mais, pour se faire une idée des caractéristiques

principales d’un placement, le recours à l’examen du couple rendement-risque est indispensable. Quand on a compris cela, on peut déjà mieux s’orienter dans la jungle des produits d’épargne. Nous allons en regarder très rapidement quelques-uns et voir pourquoi on peut être amené à préférer les actions.

Le livret A, tranquille mais peu rémunérateur

Loin de nous l’idée de dénigrer le livret A. C’est un excellent produit. Ce n’est pas pour rien que plus de 45 millions de livrets sont ouverts en France. Mais il ne faut pas lui demander plus qu’il ne peut donner. Sa rémunération est modeste – même si, depuis maintenant plusieurs années, elle est un peu supérieure à l’inflation –, et elle est assurée. Le moment venu, on est donc sûr de récupérer son capital augmenté du montant des intérêts cumulés. Pendant longtemps, la rémunération du livret A a été fixée par le ministre de l’Économie. C’est ce qu’on appelle un taux « administré », c’est-à-dire fixé par les pouvoirs publics, par opposition aux taux « de marché », qui résultent de l’offre et de la demande de capitaux sur le marché interbancaire (pour les taux à court terme) ou sur le marché obligataire (pour les taux à long terme). Comme elle concerne presque tous les foyers français, la décision de relever ou d’abaisser la rémunération du livret A est une décision très politique, qui

suscite toujours beaucoup de réactions. Pour couper court aux polémiques, il a été prévu en 2003 de modifier le taux du livret A tous les six mois en appliquant une formule mathématique simple faisant référence aux taux de marché à trois mois et à la hausse de l'indice des prix. Mais l'application mécanique de la formule s'est avérée très difficile. Deux décrets de janvier 2008 et janvier 2009 ont précisé les règles du jeu et, après être montée à 4 %, la rémunération du livret A est revenue à 1,25 % en août 2009 et, enfin,

à 2,25 % en août 2011. Ce qui n'est pas si mal pour de l'argent que l'on peut retirer à tout moment, et dont les gains ne sont pas imposés. Pas de risques, pas d'impôt, de l'argent disponible à tout moment : on ne peut pas en plus espérer gagner beaucoup !

On retrouve cette problématique avec tous les placements.

Les sicav et FCP monétaires : pour placer ses liquidités

Les *sicav* et les *FCP* (fonds communs de placement) monétaires proposés par les banques diffèrent du livret A parce que leur rémunération n'est pas administrée (elle dépend uniquement de l'évolution du marché monétaire, appelé aussi « marché interbancaire ») et qu'ils ne bénéficient pas d'avantages

fiscaux.

Pour le reste, on se retrouve dans la même catégorie de placements : modestement rémunérés, mais théoriquement sans aucun risque et disponibles quand on en a besoin. On s'en sert pour placer ses liquidités en attendant de les dépenser ou, dans les périodes agitées, parce qu'on se dit que tous les autres investissements sont trop dangereux.

Ce placement a connu son heure de gloire au début des années 1990. La conjoncture était incertaine, le marché des changes chahuté ; pour défendre la parité du franc avec le mark, la Banque de France était obligée de porter ses taux directeurs à des niveaux très élevés. Résultat : avec des sicav ou des fonds monétaires, on pouvait gagner 8 % ou 10 % par an sans prendre de risque et sans se fatiguer. Mais on a vu ce que cela a donné en matière de croissance économique ou de chômage. Des taux d'intérêt à court terme très élevés, c'est agréable un certain temps pour ceux qui ont de l'argent à placer, mais cela plombe l'économie et, sur la durée, ce n'est bon pour personne, pas même pour les épargnants.

Quand les taux ont baissé, les banques ont proposé des fonds monétaires « dynamiques », destinés surtout aux professionnels, aux trésoriers d'entreprise. Pour doper la performance de leurs fonds, elles y ont introduit une dose de produits financiers assez complexes offrant une rémunération

plus élevée. Mais, en 2007, à l'occasion de la crise des *subprimes* (les crédits hypothécaires américains les plus risqués), on a découvert que ce n'était pas sans danger. La petite dose de risque ainsi introduite dans un produit réputé tranquille et sûr peut avoir des conséquences ravageuses. L'Autorité des marchés financiers a introduit en juillet 2011 une nouvelle classification des OPCVM monétaires, faisant la distinction entre les monétaires court terme et les monétaires « tout court » pouvant détenir des instruments financiers d'une durée de vie plus longue.

Les obligations, plus risquées qu'on ne le croit généralement

Si l'on est à la recherche d'un placement offrant une rémunération plus élevée que les taux du marché monétaire, qui sont des taux à court terme (allant de vingt-quatre heures à douze ou vingt-quatre mois), on est amené à s'intéresser aux obligations, que nous avons déjà rencontrées dans le chapitre précédent. Avec elles, on entre dans le domaine des taux d'intérêt à moyen ou à long terme (de deux ans à trente ans, voire plus). Le calcul est judicieux : en période normale, les taux à long terme sont plus élevés que ceux à court terme. Ce qui paraît logique : ils bénéficient de ce qu'on pourrait appeler une « prime de temps ». Pour décider quelqu'un à vous prêter de l'argent sur une durée longue, vous devez lui proposer une rémunération plus

élevée que si votre emprunt ne court que sur quelques jours ou quelques mois.

Des emprunteurs plus ou moins sûrs

Là encore, on trouve la notion de risque. L'emprunteur qui offre le plus de garanties, on l'a vu, c'est théoriquement l'État : s'il a besoin d'argent pour rembourser ses dettes, il peut toujours relever les impôts. Ce n'est ni très populaire ni bon pour l'économie. Mais c'est possible. C'est pour cela que l'État peut emprunter à dix ans, trente ans, voire cinquante ans à des taux qui ne seraient pas acceptés de la part d'un autre emprunteur. Les entreprises doivent offrir des taux d'intérêt plus élevés que ceux de l'État, car elles présentent un risque plus grand : elles peuvent toujours faire faillite ou, du moins, avoir du mal à faire face aux échéances.

Pour faire en toute connaissance de cause le choix des obligations qu'ils vont acheter, les investisseurs professionnels demandent aux émetteurs de faire noter leurs emprunts par des agences. À l'occasion de la dernière crise financière, il est apparu clairement que ce système des agences de notation ne fonctionnait pas de façon satisfaisante. Mais la nécessité d'une notation n'est pas remise en cause, au contraire : les rares emprunts privés qui reçoivent la meilleure note, un triple A, peuvent être émis à un taux qui ne dépasse pas de beaucoup celui des emprunts d'État. Ensuite, plus la

note décernée par les agences spécialisées baisse, plus l'emprunteur doit proposer un taux d'intérêt élevé. Au bout de la chaîne, on trouve ce que l'on appelle les *junk bonds*, les « obligations pourries », celles dont la société émettrice présente de grands risques et qui, en conséquence, offrent une rémunération très élevée. Certains financiers américains ont édifié des fortunes en rachetant au bon moment des *junk bonds* et en les revendant ensuite beaucoup plus cher, mais ce genre de sport n'est pas à conseiller à tout le monde. D'ailleurs, nous ne les citons ici que pour souligner que toutes les obligations ne sont pas un placement de paisible père de famille.

Chapitre 2 : Le meilleur des placements

37

Et toujours le risque d'inflation

Évidemment, on l'a vu précédemment dans notre rapide histoire des placements, il y a un risque même avec les émetteurs les plus sûrs : c'est l'inflation. Ce risque peut d'ailleurs s'avérer une chance : si vous avez acheté des titres d'emprunt qui rapportent 5 % par an à un moment où l'inflation était à 2 %, et si celle-ci tombe à 1 %, votre gain réel annuel passera de 3 % à 4 %. De surcroît, si vous décidez de vendre vos titres avant l'échéance, vous réaliserez un joli gain en capital, parce que d'autres investisseurs seront à ce moment-là très contents d'acheter des titres qui rapportent 5 % et seront prêts à les payer plus cher qu'ils ne valaient à l'origine. En revanche, si la

hausse des prix accélère, vous serez perdant ; c'est ce que nous avons vu au début de ce chapitre avec l'évolution des placements au cours du xxe siècle et la mort du rentier.

Quand vous lisez des commentaires très agressifs envers les banques centrales, notamment envers la Banque centrale européenne, régulièrement accusée de s'occuper trop de l'inflation et pas assez de la croissance, n'oubliez jamais ceci avant de former votre propre jugement : l'inflation est toujours une mauvaise nouvelle pour l'épargnant.

Comme les financiers ne sont jamais à court d'imagination, ils ont inventé les obligations indexées, qui protègent les épargnants contre ce risque. Par exemple, l'État français place tous les ans des *OATi* (obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation) ; dans ce cas, le capital est revalorisé tous les ans dans la même proportion que la hausse des prix. Cette sécurité a toutefois un prix : le taux d'intérêt offert aux investisseurs est plus bas que celui des OAT normales. On retrouve toujours la même histoire : si on veut un investissement sans risques, il faut accepter une rémunération moins élevée (nous retrouverons les obligations de façon plus détaillée au chapitre 13).

L'immobilier, indispensable dans un patrimoine, mais…

L'immobilier, est-il souvent dit, est le plus sûr des placements. En réalité,

il vaudrait mieux dire que c'est le plus sécurisant. Quand on a acheté sa résidence principale, on se sent chez soi. Et ce sentiment de confort n'a pas de prix.

Dans les faits, il en a un. Au coût de l'investissement initial, il faut ajouter le coût du crédit qu'il a fallu prendre dans beaucoup de cas, le coût des différents impôts qui s'attachent à la propriété, celui de l'entretien et des réparations, etc. Tout dépend aussi de la période à laquelle on a acheté sa maison ou son appartement, de l'endroit où ce bien est situé et du moment où, éventuellement, on le revend. Car, même dans l'immobilier, les prix ne sont pas toujours orientés à la hausse. La crise des crédits hypothécaires

à risques, qui a éclaté aux États-Unis en 2007, a reposé en grande partie sur une erreur de jugement commise par ceux qui ont emprunté et ceux qui leur prêtaient. Dans le climat d'euphorie qui régnait alors, il paraissait évident qu'un bien immobilier acheté aujourd'hui vaudrait encore plus cher demain. Malheureusement, avec la hausse des taux d'intérêt, les mensualités des crédits à taux variable se sont envolées et beaucoup d'acheteurs se sont trouvés obligés de revendre leur logement au moment où, exactement pour la même raison (le crédit trop cher), il n'y avait plus d'acheteurs. Résultat : au lieu de continuer à monter comme prévu, les prix sont repartis à la baisse. Et cela a été la panique (voir chapitre 17).

Et nous ne parlerons pas ici de la résidence secondaire, que l'on doit d'abord acheter pour son plaisir, car c'est rarement un bon placement, ni de l'investissement immobilier locatif, qui mériterait un ouvrage à lui tout seul. Bref, l'immobilier est un élément de base du patrimoine, mais il comporte une dimension psychologique et affective importante ; sa rentabilité réelle est souvent surestimée. Enfin, à la différence d'un placement financier, il ne peut pas être transféré d'un endroit à un autre, il ne peut être transformé en argent liquide d'un jour à l'autre, etc. Même si, à certains moments, on voit des investisseurs se détourner de la Bourse pour se reporter de façon massive sur l'immobilier, la comparaison entre ces deux investissements n'a pas tellement de sens. La question n'est pas de savoir s'il faut préférer l'un à l'autre, car ils n'entrent pas dans la même catégorie ; elle est d'abord de savoir ce dont on a besoin et ce que l'on peut et veut faire en fonction de ses moyens.

L'or ne brille pas toujours d'un grand éclat

À intervalles réguliers, on voit surgir dans les magazines de grands articles vantant les qualités de l'or, valeur refuge par excellence. Il n'y aurait, paraît-il, pas meilleure protection contre les risques de crise financière et contre l'inflation. Nous avons vu qu'il a bien tenu ce rôle tout au long du xxe siècle, mais les actions ont fait beaucoup mieux que lui et, surtout, on a pu observer que ce placement connaît, comme les autres, des variations cycliques.

Rappelons qu'il a fallu attendre janvier 2008 pour que l'once d'or retrouve son niveau de janvier 1980, exprimé en dollars. Si l'on tient compte de l'inflation qui a eu lieu entre-temps, cela veut dire que celui qui aurait acheté de l'or en 1980 aurait en fait enregistré une perte substantielle de pouvoir d'achat. Car le dollar de 2008 n'a pas le même pouvoir d'achat que celui de 1980. En janvier 2008, l'once est montée à plus de 920 $ (le mouvement s'est poursuivi ensuite), laissant loin derrière le record de 850 $ de janvier 1980 ; mais, si l'on tient compte de la hausse des prix entre ces deux dates et de la perte de pouvoir d'achat du dollar, il aurait fallu qu'elle monte au-delà de 1 763 $ pour battre l'ancien record en dollars constants. C'est ce qui est arrivé en 2011. Mais après avoir franchi le cap des 1 900 $ en août, l'once d'or

a terminé l'année à 1 531 $ à Londres.

Chapitre 2 : Le meilleur des placements

39

Se garder des illusions « nominales »

Pour juger de la valeur d'un placement, il faut se garder de ce que les économistes appellent l'« illusion nominale », c'est-à-dire de la référence à la valeur d'un bien telle qu'elle apparaît à un moment donné, exprimée en monnaie « courante ». Pour évaluer sérieusement l'évolution d'un placement, il faut raisonner en monnaie « constante », en tenant compte de la hausse

des prix enregistrée entre deux dates. Ce n’est pas simple, direz-vous. C’est vrai, mais c’est possible. Chaque début d’année, l’Insee publie un tableau du pouvoir d’achat du franc et de l’euro permettant de faire des comparaisons entre des valeurs exprimées en monnaie courante pour chacune des cent dernières années. Ainsi, on peut calculer relativement facilement qu’un bien acheté 1 000 e en 2002 et qui était encore évalué à 1 000 e en 2010 aurait dû en fait s’établir à 1 144 e pour conserver une valeur identique. Un épargnant qui raisonnerait uniquement en monnaie courante pourrait se dire : mon bien vaut toujours la même somme, je n’ai rien gagné, mais je n’ai rien perdu.

En fait, dans notre exemple, son bien aurait perdu 12,5 % de sa valeur en huit ans.

Pour en revenir à l’or, cette « relique barbare », comme disait l’économiste John Maynard Keynes, il est exact qu’il ne perd pas de valeur sur une très longue période, mais reconnaissons que ce n’est pas notre problème : ce que vaudra notre patrimoine dans cent ans nous importe peu. Même les plus prévoyants d’entre nous raisonnent rarement à un horizon allant au-delà de quelques décennies. Et, sur dix ans ou vingt ans, rien ne dit que les performances de l’or seront très brillantes. En fait, allant à contre-courant des idées reçues, il nous semble que c’est un placement très spéculatif. Contrairement à ce que disent beaucoup d’experts en gestion de patrimoine,

il n’est pas nécessaire d’avoir 5 % ou 10 % de sa fortune investis en or, l’important est d’en avoir au bon moment et de savoir le revendre lorsqu’il entre dans une phase de performances plus ternes.

Ajoutons, à destination des plus audacieux, qu’il peut être encore plus intéressant de s’intéresser à ce métal précieux par le biais des actions de mines d’or cotées en Bourse. Mais, là, il faut faire attention : les mouvements peuvent être très brutaux, à la hausse comme à la baisse. Ce petit sport demande un peu d’expérience.

Pas de gains sans risques

’OUBLIEZ PAS ! Et cela nous ramène aux actions. Elles aussi connaissent des cycles, et elles aussi connaissent des phases de revers. Dépendantes de la santé

N

de l’économie considérée dans son ensemble et de celle des entreprises qui les émettent, elles ne sont pas sans risques. Mais, nous l’avons vu, les placements sans risques rapportent peu, ils permettent juste de préserver la valeur de son patrimoine ou, au mieux, de l’accroître légèrement. Si l’on veut enregistrer des gains vraiment significatifs, il faut savoir prendre

quelques risques. Et dans la gamme des placements offrant des perspectives attrayantes associées à des risques raisonnables, les actions occupent une

place de choix.

Ceux qui n’ont pas encore franchi le pas et ne sont pas tout à fait sûrs de savoir gérer eux-mêmes un portefeuille d’actions se posent inévitablement la question : ce placement est-il fait pour moi, n’est-il pas réservé à ceux qui ont une grosse fortune ou une grande culture économique et financière ? Il est important de répondre à cette question avant d’aborder de façon détaillée tous les problèmes techniques soulevés par un investissement en Bourse.

Chapitre 3

Un investissement ouvert à tous

Dans ce chapitre :

▸ La Bourse n’est pas un club fermé réservé aux « riches »

▸ Elle n’est pas non plus réservée aux experts de la finance

▸ Chacun peut avoir accès aux informations et conseils nécessaires

L es statistiques le montrent : les Français sont relativement peu nombreux à avoir des actions et, surtout, à gérer eux-mêmes, en direct, un portefeuille. Cela peut s’expliquer par de multiples raisons, nous allons le voir, mais surtout par le fait que beaucoup de gens se disent : les actions, ce n’est pas pour moi, je ne suis pas assez riche. Il y a une part de vérité dans ce raisonnement : pour acheter des actions, non seulement il faut avoir un peu d’argent disponible, mais il faut aussi avoir déjà réalisé d’autres économies.

On ne peut pas conseiller à quelqu'un qui a réussi à mettre un peu d'argent de côté de tout placer en Bourse. Celui qui donnerait un tel conseil serait incompétent ou malhonnête et celui qui le suivrait serait bien mal inspiré. Pourtant, il serait faux de croire que la Bourse est réservée à une petite minorité de gens très fortunés. La grande majorité d'entre nous peut y avoir accès, à condition d'être prêt à y consacrer une somme minimale, que nous préciserons, et d'observer quelques règles de bon sens. S'il est indispensable de se constituer une épargne de précaution, peu rémunérée certes, mais sans risques et immédiatement disponible, rien n'interdit d'avoir une plus grande ambition pour une autre partie de son épargne et, là, les actions jouent un rôle incomparable.

La Bourse n'est pas réservée aux « riches »

Il ne faut pas se raconter d'histoires : ce sont majoritairement les gens qui appartiennent aux catégories sociales les plus élevées qui détiennent le plus d'actions. À l'autre bout de l'échelle sociale, certains n'ont rien et, s'ils ont

un petit patrimoine financier, celui-ci est principalement composé de livrets d'épargne.

Cela dit, quelle que soit la catégorie sociale considérée, il faut bien reconnaître que la crise financière de 2008 a entraîné une forte baisse de la

détention de valeurs mobilières, ainsi que le montrent les enquêtes menées par l'Insee.

Plus de 4 millions d'actionnaires

C'est une évidence : les ménages qui disposent d'un patrimoine important sont mieux à même de le diversifier. Ils couvrent d'abord leurs besoins prioritaires : le logement, l' *encaisse de transaction* (l'argent nécessaire pour financer les dépenses courantes) et l'épargne de précaution (celle dont on peut avoir besoin pour financer une dépense importante ou imprévue). Ensuite, ils peuvent consacrer une partie de leur patrimoine à des actifs plus risqués (comme les actions), dont ils espèrent un meilleur rendement. C'est une règle bien connue : l'argent va à l'argent. Ceux qui ont déjà les revenus les plus élevés sont les mieux placés pour profiter des placements les plus rémunérateurs.

Cela dit, beaucoup de Français sont actionnaires, parfois sans le savoir vraiment : par le biais de contrats d'assurance vie ou de divers produits d'épargne en vue de la retraite, une partie de leurs économies est placée en Bourse. D'autres détiennent des valeurs mobilières par le biais d'OPCVM, sicav ou fonds communs de placement (qui ne sont pas tous investis en actions). Enfin, selon les enquêtes menées par TNS Sofres, le nombre des actionnaires individuels s'élevait à 4,3 millions en septembre 2011. Cela peut paraître beaucoup, mais il faut rappeler qu'il était estimé à 6,4 millions

fin 2008 et même à plus de 7 millions au début des années 2000. Les chocs boursiers à répétition ont fini par lasser…

Et des distinctions sont encore à faire parmi ces millions d'actionnaires. En effet, on trouve beaucoup de Français qui ont acheté des actions de leur entreprise, souvent au moment des privatisations totales ou partielles de grands groupes comme Électricité de France ou France Télécom. D'autres épargnants ont acheté leurs premières actions au moment de l'introduction en Bourse de leur banque, comme ce fut le cas du Crédit agricole en 2001. En général, ces actionnaires gardent leurs titres aussi longtemps qu'ils n'ont pas besoin de les vendre, mais n'achètent pas ceux d'autres entreprises et la dernière crise en a fait partir des dizaines de milliers. Donc, en réalité, les actionnaires actifs – ceux qui interviennent régulièrement sur le marché – sont nettement moins nombreux que le chiffre global ne le laisse penser. Les estimations les plus généreuses donnent un chiffre de l'ordre de 2 millions.

Chapitre 3 : Un investissement ouvert à tous

43

Quelques précautions à prendre

Ce que nous avons vu dans les deux premiers chapitres pose très nettement les données du problème.

Premier point : les actions constituent un placement attrayant, car elles permettent à ceux qui gèrent bien leur portefeuille de faire mieux

que simplement préserver la valeur de leur capital, elles permettent de l'augmenter, et parfois très rapidement.

Mais, second point : les marchés sont cycliques. Les statistiques montrent qu'il est extrêmement rare que la Bourse monte plus de quatre ou cinq années consécutives. Les retours en arrière peuvent être à la fois brutaux et importants. Sans reprendre la longue liste des krachs ou des secousses boursières, rappelons que les actions ont été fortement malmenées dans la période 2000-2002, et encore dans les années 2007-2011. Et même au cours des années de hausse, il est rare qu'il n'y ait pas un « trou d'air » à un moment

ou à un autre.

Si l'on veut dormir tranquille, il vaut donc mieux ne pas avoir placé tout son argent en Bourse. Tous les gens qui ont des portefeuilles d'actions importants vous le diront : ils ont par ailleurs un livret A bien garni, souvent jusqu'au plafond autorisé, ou d'autres livrets ou des placements sans risques. Pourquoi conseiller de prendre autant de précautions après avoir dit que les actions sont l'un des meilleurs placements, voire le meilleur ? Tout simplement en raison de ce caractère cyclique des marchés boursiers. Il ne faut jamais se mettre en situation de devoir vendre tout ou partie de son portefeuille parce que l'on a besoin d'argent et qu'on ne peut pas attendre. Si l'on a le couteau sous la gorge, on risque de vendre au plus mauvais moment

alors qu’on aurait pu réaliser une très belle affaire en attendant trois mois ou six mois de plus. Le temps joue un rôle considérable en Bourse, il ne faut jamais l’avoir contre soi. On achète ou on vend des actions parce qu’on estime que c’est le moment, pas parce qu’on est contraint de le faire. C’est une règle de base.

Une autre raison de ne pas investir en Bourse si l’on n’a pas par ailleurs un peu d’argent de côté est purement psychologique : se sentant en sécurité, on fera moins d’erreurs, parce qu’on paniquera moins. Non seulement la Bourse est cyclique, mais elle peut réserver de mauvaises surprises. Une entreprise peut faire face à des déboires imprévus et voir son cours chuter brutalement. Si l’argent que l’on a investi dans des actions de cette entreprise représente une part significative de ses économies, voire toutes ses économies (c’est le scénario catastrophe, à éviter à tout prix), on risque de s’affoler et de commettre l’erreur de vendre de façon précipitée, en se disant : c’est toujours ça de sauvé. Au contraire, si on a un matelas de sécurité, on examinera le

dossier plus sereinement et on sera peut-être amené à conclure que le mieux est de ne pas bouger et d’attendre que l’entreprise se refasse une santé. En fin de compte, on gagnera peut-être de l’argent grâce à cette entreprise qui aura causé beaucoup de frayeurs.

La conclusion est claire : s'il y a déjà en France plusieurs millions d'actionnaires, c'est la preuve que ce placement n'est pas réservé à une petite minorité. Les portes de la Bourse sont largement ouvertes, mais, avant de les franchir, il vaut mieux avoir fait ses comptes et avoir la certitude qu'on a les moyens de prendre quelques risques.

Combien faut-il mettre ?

Supposons la question de l'épargne de précaution réglée. Se pose alors celle de savoir si la somme que l'on envisage d'investir en Bourse est suffisante. Peut-on faire quelque chose avec quelques centaines ou quelques milliers d'euros ?

Sur ce point, il faut être très clair. On peut commencer en Bourse avec des moyens très modestes, mais ce n'est pas le Loto : les gains sont en proportion des sommes investies et on ne gagne pas des millions en misant une poignée d'euros, même si, nous le verrons ultérieurement, il existe des possibilités d'intervenir avec un effet de levier, c'est-à-dire d'obtenir un gain important avec un investissement initial limité. Par ailleurs, des raisons pratiques font que des moyens trop faibles sont un handicap en Bourse.

Le problème ne vient pas du prix des actions. On en trouve à tous les prix, même à moins de 1 €. À l'autre extrémité, il y en a qui valent plusieurs centaines, voire plusieurs milliers d'euros. Certaines entreprises pratiquent

volontairement une politique d’actions chères, parce qu’elles ne cherchent pas à toucher le grand public ; elles préfèrent garder un petit nombre d’actionnaires appartenant à un cercle restreint de grands investisseurs.

La plupart des entreprises cotées, au contraire, se soucient de rester accessibles à tous, avec un prix de leur action de l’ordre de quelques dizaines d’euros. Si l’entreprise réussit, si elle grandit et si ses profits augmentent, le cours de l’action peut s’installer de façon durable à des niveaux trop élevés pour de petits investisseurs ; les dirigeants prennent alors la décision de diviser les titres par deux, trois ou quatre, c’est-à-dire que, selon le cas, celui qui détenait une action se retrouve avec deux, trois ou quatre actions, chacune valant deux, trois ou quatre fois moins que précédemment. Fondamentalement, cela ne change rien pour les actionnaires, mais la société peut espérer que ses actions, revenues à un prix plus abordable, pourront s’échanger plus facilement ; leur marché sera plus « liquide ».

La difficulté n’est donc pas de trouver des actions peu chères. Elle réside d’abord dans les frais annexes. Pour acheter ou vendre des actions, il

faut passer par un intermédiaire (son banquier habituel ou un courtier en ligne) ; sa rémunération est proportionnelle au montant des opérations réalisées, mais un montant minimal est à acquitter de toute façon. Si vous

achetez une seule action cotée à 20 € et que vous devez payer au minimum 3 € par transaction, cela signifie que vous devrez attendre que cette action ait progressé de plus de 30 % (soit 6 € : 3 € de frais à l'achat, 3 € de frais à la vente) pour envisager de pouvoir la vendre avec un gain. Ajoutons qu'il y a aussi très souvent des frais de gestion annuels, les frais de garde ; le nombre de lignes (par exemple une ligne d'actions Accor, une ligne d'actions Aéroports de Paris, etc.) de votre portefeuille intervient dans le calcul, quelle que soit la valeur des titres inscrits à chaque ligne. Proportionnellement, cela revient très cher d'avoir des petites lignes (autrement dit, d'avoir de petites quantités d'actions).

Vous n'avez pas de capital à investir ?

Choisissez l'épargne programmée

La Bourse vous intéresse, mais vous n'avez pas Évidemment, dans ce cadre, vous ne gérez pas actuellement assez d'argent disponible pour vous-même votre portefeuille : vous achetez vous lancer. Une solution existe : c'est l'investis- des parts de sicav ou de fonds communs de sement programmé. Le principe est simple : vous placement investis en actions. Mais vous pouvez demandez à votre banque de prélever chaque avoir le choix entre plusieurs possibilités. Par mois ou chaque trimestre une somme qui est exemple, vous optez pour un profil de gestion investie en Bourse par ses soins. Ainsi, vous adapté à votre situation ou à votre tempérament vous constituez progressivement un capital et (prudent, dynamique, etc.) et votre banque vous vous évitez le souci de savoir si le moment choisit de placer votre argent dans les fonds est bien ou mal choisi pour entrer en Bourse : les qui correspondent. Ou alors vous choisissez cours montent, c'est parfait ; ils baissent, votre vous-même directement les fonds dans lesquels versement mensuel ou trimestriel vous permet vous al ez investir à l'intérieur de la gamme qui

d’acquérir un plus grand nombre de titres pour vous est proposée.

la même somme et vous met en bonne position

pour profiter des hausses futures.

À votre demande, cet investissement se fera

dans le cadre plus moins contraignant, plus ou

Pratiquement tous les réseaux bancaires moins intéressant du point de vue fiscal, d’un proposent des formules de ce type, avec ou compte titres ordinaire, d’un plan d’épargne en sans versement initial, avec des versements actions ou d’un contrat d’assurance vie. Dans mensuels ou trimestriels adaptés à votre tous les cas de figure, il est préférable d’avoir capacité d’épargne (généralement à partir de un horizon de placement d’au moins cinq ans.

50 € par mois environ ou 150 € par trimestre) et

la possibilité de suspendre ces versements en

cas de besoin.

La question est d’autant plus importante qu’un investisseur boursier doit toujours diversifier ses risques. Il n’est pas conseillé d’acheter, même pour commencer, des titres d’une seule société, quelle que soit la qualité de cette société, sa réputation de solidité, etc. Un accident est toujours possible. Même un petit portefeuille boursier doit compter un minimum de cinq lignes, de préférence avec des titres représentatifs de sociétés n’appartenant pas toutes au même secteur et n’ayant pas le même profil. Si l’on tient compte

du fait qu'il faut également faire attention à ne pas avoir des lignes de trop faible valeur, cela conduit au conseil suivant : pour démarrer en Bourse, 5 000 €, permettant de constituer un portefeuille de cinq lignes d'un montant de 1 000 € chacune, est un strict minimum. C'est encore mieux si l'on peut disposer de 10 000 € (pour cinq lignes de 2 000 €), et le chiffre de 15 000 € (pour constituer cinq lignes de 3 000 € ou six lignes de 2 500 €) nous semble le plus approprié.

En résumé, pour démarrer :

✓ Au strict minimum : 5 000 € ;

✓ Pour un bon début : 10 000 € ;

✓ L'idéal : 15 000 €.

Au-delà de ces chiffres, il n'y a évidemment rien à dire : abondance de biens ne peut pas nuire. En dessous, il faut être bien conscient qu'on s'expose à des difficultés et, en tous les cas, à des déceptions : il est toujours rageant de voir qu'on ne réalise que des gains limités (en valeur absolue, c'est-à-dire exprimés en euros), alors qu'on avait eu de bonnes idées et qu'on avait sélectionné les bonnes valeurs au bon moment.

Dans tous les cas de figure, quelle que soit l'importance de l'investissement initial, il ne faut jamais oublier cette règle de base : être bien sûr (dans la mesure où on peut être sûr de quelque chose dans ce monde plein

d’imprévus…) de ne pas avoir à toucher à cette somme pendant au moins deux ou trois ans. La Bourse est un investissement qui s’inscrit dans la durée.

La Bourse n’est pas réservée à

« ceux qui savent »

Si vous avez cet ouvrage entre les mains, c’est déjà bon signe : vous avez franchi le premier obstacle ! Trop de gens hésitent à acheter des actions parce qu’ils estiment qu’ils n’en ont pas les moyens et aussi parce qu’ils trouvent que c’est trop compliqué. Quand ils entendent parler de la Bourse ou lorsqu’ils ouvrent un journal financier, ils ne comprennent

pas grand-chose et, ce qui est plus grave, ils sont persuadés qu’ils ne comprendront jamais rien. C’est évidemment faux : tout s’apprend, même la Bourse, et pour cela il n’y a pas besoin d’avoir fait Polytechnique. Les prochaines pages de ce livre vous en convaincront : les connaissances de base nécessaires ne sont pas d’une difficulté insurmontable. Si l’on a vraiment envie de les connaître, cela ne demande pas des efforts gigantesques et on y arrive. On peut très bien gagner sa vie en Bourse sans rien connaître des modèles mathématiques hypersophistiqués employés dans les salles de marché.

Un langage très technique qui recouvre

des réalités très simples

Dans tous les domaines, c'est la même chose : il y a un vocabulaire technique qu'il faut apprendre. Les professionnels emploient volontiers des termes un peu compliqués. Ce n'est pas toujours sans arrière-pensées : cela peut être dans le but de vous faire croire que vous ne réussirez jamais à vous débrouiller sans eux et que vous avez tout intérêt à leur confier votre argent plutôt que de le gérer vous-même. Mais c'est aussi souvent parce que ce sont des mots qu'ils emploient toute la journée par nécessité et qu'ils ne se rendent pas toujours compte que les autres ne les comprennent pas. Le football a son vocabulaire, l'automobile et le jardinage aussi. Pourtant, des millions de gens s'intéressent à ces activités et s'y trouvent très à l'aise. Pourquoi la Bourse serait-elle une exception ?

Évidemment, c'est peut-être un peu plus compliqué dans notre cas, parce que cela suppose que l'on acquière des connaissances dans plusieurs domaines voisins :

✓ **L'économie.** On l'a vu, les marchés boursiers sont cycliques. Leur évolution est très liée à celle de l'économie. Si l'on veut comprendre les commentaires boursiers, on est obligé de s'intéresser à tous les événements qui surviennent dans le monde, de surveiller ce qui se passe

en matière de croissance ou d'inflation, de regarder comment évoluent les monnaies (l'euro, le dollar, le yen et peut-être bientôt le yuan) et les taux d'intérêt, de suivre les faits et gestes des dirigeants de la Réserve fédérale des États-Unis ou de la Banque centrale européenne. Au début, cela peut paraître très mystérieux, mais, à défaut de tout comprendre, on peut rapidement arriver à repérer ce qui a un impact sur la Bourse, ce qui peut la faire monter ou, au contraire, la faire descendre. Il y a quelques mots-clés à apprendre ; ensuite, on peut réussir sans problème à se frayer un chemin dans l'actualité.

✓ **Les comptes des entreprises.** Quand on a des actions d'une entreprise (et même avant de les acheter…), il est fortement recommandé de lire

les informations publiées par cette société sur l'évolution de son chiffre d'affaires et de son bénéfice et de connaître les grandes lignes d'un compte de résultat ou d'un bilan. Cette perspective ne doit pas effrayer : il n'est pas besoin d'être expert-comptable et de connaître tous les détails techniques. Quelques notions de base et un peu de bon sens suffisent.

Vous n'osez pas vous lancer seul ?

Pensez aux clubs d'investissement

Vous avez envie d’investir en Bourse et de éventuel ement le quitter avant sa dissolution.

gérer vous-même votre portefeuille, mais vous Au bout des dix ans, les actions composant le n’êtes pas tout à fait sûr de vous. Une solution portefeuille sont vendues et les liquidités sont mérite d’être envisagée : participer à un club réparties entre les membres en fonction des d’investissement avec des amis, des col ègues versements effectués par chacun ; c’est à ce ou d’autres personnes que vous ne connaissez moment-là que chacun est imposé éventuel epas encore, mais qui ont la même banque ou le ment sur les plus-values (les dividendes sont même courtier que vous.

normalement versés et imposés chaque année).

Un club comprend entre 5 et 20 membres, parmi La possibilité existe aussi de procéder à un lesquels sont élus un président (qui anime les simple partage des actions.

réunions et transmet les ordres de Bourse), Certains réseaux bancaires ont une politique un trésorier et un secrétaire. Le club se réunit très active d’animation de tels clubs (il en existe régulièrement, en général une fois par mois ; près de 10 000 en France regroupant environ les décisions (achat et vente) sont prises 120 000 personnes) et la Fédération française col ectivement et le portefeuil e est géré en des clubs d’investissement (FFCI) peut fournir indivision. Le statut du club prévoit le montant toute l’information nécessaire. Le club peut être du versement initial et des versements mensuels une excel ente école si l’on suit les réunions (plafonnés à 5 500 € par an et par membre ou régulièrement, en arrivant à chaque fois avec par foyer fiscal).

des idées que l’on confronte à cel es des autres.

Un club d’investissement a une durée de vie La recherche de gains financiers n’exclut pas statutaire de dix ans, mais on peut entrer la convivialité…

dans un club après sa création et on peut

✓ **Le vocabulaire boursier proprement dit.** Des termes très précis

désignent les marchés sur lesquels on peut intervenir, les opérations que l'on peut être amené à effectuer. À cela s'ajoutent les expressions, parfois techniques, d'autres fois plus imagées, utilisées par les boursiers pour décrire ou expliquer l'évolution des marchés. Un vocabulaire de base permet de comprendre et d'effectuer les opérations les plus simples, qui suffisent au bonheur de nombreux investisseurs. Ceux qui

veulent aller plus loin et se lancer dans des opérations plus complexes devront évidemment acquérir davantage de connaissances techniques, mais cela peut se faire au fil du temps sans demander un effort particulier.

Non, vraiment, il n'y a pas de doute, la Bourse n'est pas réservée aux experts.

Pour réussir, il n'est pas nécessaire de faire partie des milieux « bien informés »

Beaucoup d'épargnants évoquent non seulement le manque de moyens financiers ou de connaissances pour justifier le fait qu'ils ne détiennent pas d'actions, mais aussi le manque d'informations. Derrière cet argument, il y a bien sûr l'idée que pour gagner de l'argent en Bourse il faut faire des « coups »

et que cela ne peut pas se faire sans relations vous permettant d'avoir des

informations privilégiées.

Être initié, c’est un délit !

Soyons clairs sur ce point : on voit parfois des actions monter ou descendre sans que l’on sache vraiment pourquoi. Et puis, quand on va à la pêche aux informations, on apprend que des rumeurs circulent concernant ces sociétés et qu’elles pourraient parfaitement expliquer ces mouvements bizarres enregistrés sur les marchés. Quelque temps après, ces rumeurs se transforment en informations officielles et on comprend alors que des gens « bien informés » avaient profité de ce qu’ils savaient pour acheter ou vendre avant tout le monde. Magnifique, direz-vous, c’est exactement ce que j’aimerais faire. Ce type d’opération est sans nul doute très intéressant, mais il porte un nom, le « délit d’initié », et peut vous conduire devant les tribunaux. Toutes les personnes qui profitent d’informations avant leur publication officielle pour prendre position sur le marché avant les autres et réaliser ainsi des profits aussi importants qu’illicites risquent de se retrouver un jour ou l’autre en mauvaise posture. Il y a des informations qui rapportent beaucoup mais qui coûtent cher…

Toutes les rumeurs ne sont pas fondées

Sans risquer le délit d’initié parce qu’on aurait profité indûment d’informations recueillies du fait de ses relations professionnelles, familiales

ou amicales, on peut être mis au courant de rumeurs circulant entre gens

« bien informés » ou croyant l'être. La méfiance s'impose. Car si quelques-unes de ces rumeurs sont fondées, la plupart sont purement fantaisistes, même si elles émanent de personnes qui affirment détenir la précieuse information d'une source absolument sûre. La version moderne de ces rumeurs se retrouve maintenant dans les forums de discussion sur Internet, où l'on voit parfois des nouvelles complètement farfelues présentées comme des informations authentiques.

L'expérience prouve qu'elles profitent surtout à ceux qui les lancent et espèrent orienter ainsi le marché dans la direction qu'ils souhaitent. Le fait qu'elles circulent maintenant sur Internet montre en tout cas qu'il n'est plus besoin d'appartenir au cercle étroit de la finance pour en bénéficier (si l'on ose dire…) : information et désinformation circulent à toute allure à travers le monde.

Tout le monde a accès à l'information

Il y a un fait qu'on ne peut pas nier : les professionnels qui sont toute la journée derrière leurs écrans ou au téléphone sont mieux placés que les particuliers pour être au courant instantanément de tous les événements dans le monde qui peuvent avoir une influence sur les cours boursiers. Mais

il n’est pas sûr que cela soit un avantage aussi décisif que cela : des réactions rapides poussent souvent le marché trop vite ou trop loin dans un sens, et une réaction en sens inverse, tout aussi rapide, corrige les excès commis à l’annonce d’une statistique ou d’un événement mal analysés. On réagit d’abord, on réfléchit après.

Dans ces conditions, un investisseur individuel peut arriver après la bataille déclenchée par une rumeur ou une information : il ne peut pas profiter de la hausse ou il n’a pas le temps de vendre avant une baisse. Pour réaliser des allers et retours fructueux (des achats suivis très rapidement de ventes, parfois dans la journée), il n’est pas le mieux placé (à moins de faire de la Bourse une activité à temps plein !), mais il peut, sur la durée, faire aussi bien que la plupart des gérants professionnels. Car l’information, la vraie, circule aussi de façon très rapide et chacun peut y avoir accès presque en temps réel grâce aux moyens modernes de communication.

Comment s’informer ?

Celui qui s’intéresse à la Bourse et veut gérer lui-même son portefeuille d’actions a à sa disposition toute une panoplie d’instruments qui se complètent. Les uns sont à rechercher surtout pour avoir l’information « brute » de façon très rapide, les autres pour avoir des commentaires plus approfondis et bénéficier de conseils.

Chapitre 3 : Un investissement ouvert à tous

✓ **Pour une information rapide : les sites internet spécialisés.** Plus ou moins complets et plus ou moins bien faits, ils permettent à tous de disposer instantanément des informations pouvant avoir un impact sur la Bourse : statistiques économiques, chiffre d'affaires et résultats des sociétés, vie des entreprises (nouveaux contrats, déclenchement d'OPA, etc.). Ils permettent aussi de consulter des graphiques retraçant l'évolution des cours de chaque action, d'avoir accès à l'opinion des analystes ou de journalistes professionnels, etc. Les sites des courtiers en ligne sont généralement très riches ; ils fournissent une large gamme d'informations et de services. C'est normal : tout cela est fait pour vous inciter à multiplier les transactions !

✓ **Pour une information quotidienne : les journaux économiques et financiers permettent d'aller plus loin dans le commentaire et l'analyse.** Ils sont le complément naturel des sites internet. Le papier garde en effet des avantages que l'informatique ne peut offrir : on peut lire plus facilement et plus rapidement la cote des valeurs sur une page imprimée que sur un écran (et on se fatigue moins les yeux).

✓ **Pour une réflexion approfondie et des conseils : les hebdomadaires spécialisés.** Ils offrent la possibilité de faire le point une fois par

semaine, de prendre un peu de recul par rapport à l'événement et de procéder à des études plus approfondies. C'est après une lecture attentive de son hebdomadaire favori (ou de plusieurs d'entre eux si l'on souhaite croiser les informations et les conseils) que l'on prendra la décision de réorienter son portefeuille dans telle ou telle direction, d'acheter tel titre ou de vendre tel autre. Ces hebdomadaires offrent l'avantage de proposer des cotes dites « enrichies » où l'on trouve non seulement les cours des différentes valeurs, mais aussi des informations synthétiques et des conseils sur les plus importantes d'entre elles. C'est aussi avec ces hebdomadaires spécialisés que l'on peut améliorer sa connaissance des valeurs dites « petites » ou « moyennes » dont on ne parle pas, ou peu, ailleurs.

Les néophytes peuvent aussi y trouver des conseils sur la façon de composer un portefeuille avec un mélange approprié de valeurs dites de « père de famille » et d'autres valeurs plus spéculatives appartenant à des secteurs différents ou offrant des profils de risque différents, permettant à chacun de combiner au mieux selon son tempérament et ses compétences la recherche de performance et la sécurité. Ajoutons que certains de ces hebdomadaires offrent à leurs abonnés un service aux lecteurs de qualité.

En résumé, celui qui se lance sur le marché boursier n'est pas seul : il dispose d'une grande variété d'informations et de conseils qui lui permettent d'investir en toute connaissance de cause. Mais cela ne doit pas le dispenser de faire au départ un petit effort pour comprendre comment fonctionnent les marchés et comment on passe des ordres. Ce sera l'objet des prochains chapitres.

Deuxième partie

Le b.a.-ba du marché

Dans cette partie…

N ous continuons notre progression pas à pas dans l'univers de la Bourse. Nous avons vu ce qu'est une action et ce qu'on peut gagner (ou perdre) en plaçant son

argent dans des entreprises cotées. Maintenant, il nous faut voir plus concrètement comment ça fonctionne : quels sont les différents marchés, comment ils sont organisés, qui intervient, qui surveille. Ce sera l'occasion de se familiariser avec des sigles que l'on rencontre à chaque instant : AMF, SRD, CAC 40, etc. Fort logiquement, après cela, nous verrons comment chacun d'entre nous peut prendre position sur ces marchés, comment on lit une cote ou comment on fait pour passer un ordre d'achat ou de vente.

Chapitre 4

Qui fait quoi

Dans ce chapitre :

- Les grandes places financières mondiales
- L'organisation de la place financière de Paris
- Les différents marchés
- Les grands indices boursiers

C e que nous allons voir dans ce chapitre, tous les boursiers ne le savent pas. Après tout, on peut très bien acheter et vendre des actions sans

se préoccuper de savoir comment sont organisés les marchés, de la même

façon que l'on peut conduire une voiture sans savoir ce qu'il y a sous le capot

ni connaître l'histoire de Peugeot, Renault ou celle de leurs concurrents

étrangers. Mais il y a des moments où quelques connaissances mécaniques

ne sont pas inutiles, et ceux qui veulent absolument des voitures françaises

ou allemandes seraient peut-être surpris s'ils savaient où a été assemblée leur voiture et à partir de quels composants…

Il en est de même pour la Bourse : il n'est pas absolument indispensable de savoir comment ça fonctionne, mais cela peut être utile. Et puis, vous le verrez à l'usage, même si l'on achète des actions d'abord pour gagner de l'argent, on se prend vite de passion pour cette activité. Au début, on cherche juste à savoir quels sont les titres qui ont le plus le vent en poupe et qui ont des chances de monter rapidement. Puis, progressivement, on prend conscience qu'on est entré dans un nouvel univers, avec ses règles du jeu, son vocabulaire, ses techniques et ses personnages. On commence à lire tout ce qu'on peut trouver sur le sujet, son Histoire avec un grand *H* comme ses petites histoires avec un petit *h*. Puis on s'aperçoit que, pour bien comprendre l'actualité – à l'occasion d'un scandale, d'une bataille boursière ou d'un rapprochement entre Bourses américaines, européennes ou asiatiques –, il faut savoir comment tout cela est organisé.

Les grandes places financières mondiales

Nous l'avons souligné dès les premières pages de ce livre, le grand intérêt d'une action, c'est qu'on peut l'acheter ou la vendre pratiquement instantanément, dès qu'on en a envie ou besoin. Cela, d'ailleurs, doit vous

paraître tellement évident, tellement normal, que vous ne vous êtes jamais demandé comment cela était possible. Et pourtant, qu'un acheteur français, belge ou de n'importe quelle nationalité puisse comme cela, en quelques secondes, vendre ou acheter une action française, belge, américaine ou japonaise à quelqu'un qu'il ne connaît pas, qu'il ne verra jamais, mais qui paiera ou sera payé avec certitude et de façon quasiment immédiate, cela demande une organisation incroyablement complexe et fiable. De surcroît, il faut que toutes ces opérations puissent s'effectuer à un coût très faible, sinon l'argent ne circulerait plus aussi facilement d'un compte à l'autre et d'un continent à l'autre. Dans ces conditions, on ne s'étonnera pas que toutes les Bourses connaissent une évolution très rapide et que, comme les autres entreprises, elles passent des alliances ou fusionnent pour donner naissance à des organisations de taille internationale.

Petit retour en arrière

Au départ, nous l'avons vu, les premiers marchés boursiers n'étaient que la rencontre à un endroit donné de la ville (parfois un café) de courtiers qui échangeaient des titres. Il a fallu attendre 1602 pour que soit créée la première Bourse officielle, à Amsterdam ; on y négociait les actions de la Compagnie néerlandaise des Indes orientales. Progressivement, tous les pays industriels se sont dotés d'un marché boursier national où étaient cotées

les grandes entreprises nationales. Les grands pays comme l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie, etc., comptaient même plusieurs marchés. La France a eu des Bourses à Bordeaux, à Lille, à Lyon, à Marseille, à Nancy, à Nantes et à Toulouse. Dans les années 1980 et 1990, avec l'ouverture des frontières et le développement de l'informatique, cette organisation s'est rapidement transformée. En 1992, la Bourse de Francfort, désormais nommée Deutsche Börse, s'est définitivement imposée comme la première place financière allemande où sont cotées toutes les grandes valeurs qui figurent dans l'indice DAX. Mais des Bourses régionales subsistent à Berlin, Düsseldorf, Hambourg, Munich et Stuttgart ; elles se sont spécialisées dans les PME, les produits dérivés ou les obligations. En Italie, toutes les Bourses régionales ont été fermées en 1995, au moment du passage à un système de cotation électronique ; il ne reste qu'une seule Bourse, à Milan.

En France, la première grande étape de cette mutation a été la *dématérialisation* des titres, qui a eu lieu à la fin de 1984. Jusqu'alors, une action était matérialisée par un morceau de papier, parfois joliment illustré.

Depuis cette date, il n'y a plus de papier. Les titres, actions ou obligations, ne sont plus qu'une inscription en compte gérée par un organisme central, la Sicovam (Société interprofessionnelle de compensation des valeurs

mobilières), qui avait été créée en 1949 et qui s'appelle aujourd'hui Euroclear France.

La fin des agents de change

Dès lors, les réformes s'enchaînent rapidement. En 1986, c'est l'abandon de la cotation à la criée, avec ses agents de change et ses commis qui transmettaient leurs ordres d'achat ou de vente par la voix et le geste à un homme qui inscrivait les cours à la craie sur un tableau noir. Place à la cotation électronique, qui permet aujourd'hui au marché de fonctionner en continu de 9 heures à 17 h 40, alors que le système précédent ne permettait que deux ou trois cotations par jour pour les grandes valeurs entre 12 h 30 et 14 h 30 (nous verrons plus loin qu'il subsiste des *fixings* pour les petites valeurs qui ne sont pas admises au marché en continu). Et, à l'été 1987, la fameuse corbeille a été reléguée au musée de la Bourse (voir Chapitre 1).

La profession subit un autre changement d'importance avec la disparition des agents de change, qui régnaient sur les marchés boursiers depuis l'Ancien Régime. Napoléon Ier, qui se méfiait d'eux, avait étroitement encadré leur corporation : pour être agent de change, il fallait être coopté par ses pairs, acheter une charge… et obtenir l'approbation du ministère des Finances. Pour la petite histoire, rappelons que c'est la même loi du 19 mars 1801, reprise dans le Code de commerce de 1807, qui interdisait l'accès de la

Bourse aux gens de robe, donc aux prêtres, aux juges, aux avocats et… aux femmes. La loi du 22 janvier 1988 met un terme définitif au statut des agents de change et à leur compagnie. Place aux sociétés de Bourse et à la SBF (Société des Bourses françaises).

Des Bourses à l'échelle du continent et même de plusieurs continents

Mais le mouvement, une fois lancé, ne devait pas s'arrêter là. Des Bourses nationales, même puissantes, ne suffisent plus à l'heure de la mondialisation et de la liberté de circulation des capitaux. Très rapidement, on a commencé à voir des opérations de rapprochement plus ou moins amicales de Bourses d'un même continent ou de continents différents. Ce processus de « consolidation » n'est pas terminé. Disons-le franchement, ce terme de « consolidation » ne nous plaît pas beaucoup, car il peut prêter à confusion. Dans le langage boursier, vous l'entendrez souvent. Quand on dit d'une Bourse qu'elle « consolide », cela signifie qu'elle baisse : après avoir monté un peu trop vite, elle recule pour retrouver des cours jugés plus raisonnables à partir desquels elle pourra éventuellement rebondir plus tard si l'environnement économique et financier le permet. Dans le cas du rapprochement entre marchés boursiers, le sens est évidemment

complètement différent : il s’agit simplement, comme dans tout autre secteur économique, de la tendance naturelle des grandes firmes à en absorber d’autres pour devenir plus puissantes, plus solides et renforcer leur position sur les différents marchés.

De si jolis morceaux de papier…

Pour les Français, depuis le 3 novembre 1984, les titres et le règlement-livraison (activité qui actions ne sont plus qu’une ligne sur un compte consiste à s’assurer que, après une transac-en banque. Ainsi s’est terminée l’époque où tion, les titres ont bien été portés au compte une action était matérialisée par un morceau de l’acheteur et le paiement effectué auprès de papier sur lequel on pouvait lire le nom de du vendeur). En France, c’était la Sicovam, qui la société, le montant du capital social, etc., le a ensuite cédé la place à Euroclear. Une autre tout suivi par la mention : « action de X francs au institution de dimension européenne, Cedel, porteur ». Et l’action était accompagnée d’une fondée en 1970, s’est rapprochée de la chambre feuil e sur laquel e étaient imprimés de petits de compensation de la Deutsche Börse, pour rectangles, tous identiques, sur lesquels étaient donner naissance à la société Clearstream, qui rappelés le nom de la société et le numéro de s’est retrouvée en France au centre d’un grand l’action : les coupons de dividendes. Tous les feuilleton politico-médiatique.

ans, après avoir détaché un coupon, le por-

teur de l’action al ait à sa banque toucher son Mais la raison qui explique l’accélération du dividende. De cette époque déjà lointaine sont processus de dématérialisation des titres en restés des termes toujours utilisés aujourd’hui France est l’instauration, après l’arrivée de la pour décrire de façon imagée une réalité qui gauche au pouvoir en mai 1981, d’un impôt sur les se résume à des jeux d’écriture électronique : grandes fortunes : pour contrôler le patrimoine les « petits porteurs », le « détachement du des Français, l’inscription des actions sur les coupon »…

registres des banques était impérative…

En fait, il ne faut pas croire que tout a bas- Avec la dématérialisation, beaucoup d'actions culé comme cela, en un jour. Le changement ont été brûlées. Mais certaines d'entre el es a commencé à se faire dès les années 1960 étaient de véritables œuvres d'art et ont, fort et 1970, lorsque les banques ont réfléchi au heureusement, été conservées : el es n'ont plus moyen de moderniser leurs services titres. La d'autre valeur que cel e que les col ectionneurs dématérialisation était rendue possible par veulent bien leur donner. Mais on quitte ici le l'existence dans chaque pays d'un établisse- domaine de la Bourse pour entrer dans celui ment centralisé assurant la conservation des de la scripophilie.

Pourquoi cette logique de concentration joue-t-elle aussi en ce qui concerne la Bourse ? Les experts de la Banque centrale européenne l'expliquent très bien dans le bulletin mensuel de la banque de novembre 2007 : « La consolidation entre marchés boursiers vise à tirer parti des importantes

économies d'échelle et de gamme existant dans la négociation de titres. Le progrès technologique constitue un facteur essentiel de ce processus. D'un côté, il permet d'élargir la palette des investisseurs et des sociétés négociant sur un marché, ce qui augmente le volume et la liquidité et diminue le coût de transaction. D'un autre côté, les investisseurs exigent une plus grande rapidité et une meilleure capacité d'exécution des transactions, ce qui encourage la concurrence entre les marchés boursiers et les oblige à effectuer d'importants investissements technologiques. Les fusions opérées

dans l’industrie boursière permettent ainsi de réduire les effectifs, de réaliser de substantielles économies et de consolider les bilans. »

Le panorama boursier aujourd’hui

Dans ce contexte de concurrence exacerbée entre grandes places financières, les opérations de fusion-acquisition se multiplient. Mais, dans le même temps, les autorités financières s’inquiètent. Ainsi que le constatent ces mêmes experts de la Banque centrale européenne, « une consolidation trop poussée peut entraîner des inconvénients, car elle nuit à la concurrence entre les marchés boursiers. Elle peut même, dans les cas extrêmes, favoriser une tendance au monopole. Si, à court terme, une diminution de la concurrence permet aux Bourses d’accroître leurs bénéfices, elle risque d’entraîner une hausse des commissions de cotation et des coûts de transaction et de s’avérer néfaste pour les investisseurs ».

Ce double visage du mouvement de fusion des marchés boursiers – des avantages certains à court terme, mais aussi des risques d’inconvénients à plus long terme – trouve sa traduction dans l’actualité : d’un côté, les fusions continuent, de l’autre, une nouvelle forme de concurrence est en train d’émerger face à ces mastodontes.

Les grandes opérations internationales

En 1999, au moment de la naissance de l’euro, huit Bourses européennes ont

étudié la possibilité d'un rapprochement, avec un système unique permettant l'accès aux différents marchés nationaux. Ces discussions n'ont pas abouti, mais trois Bourses, celles de Paris, d'Amsterdam et de Bruxelles, ont décidé d'aller ensemble jusqu'à la fusion au sein d'une seule et même société, Euronext, créée en septembre 2000. Ensuite, Euronext a acquis le LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange), le marché de produits dérivés (nous verrons plus loin ce que sont les produits dérivés d'actions) de Londres et, en 2002, a fusionné avec le BVLP (Bolsa de Valores
de Lisboa e Porto), le marché boursier portugais. Depuis 2003, les Bourses de Paris, d'Amsterdam, de Bruxelles et de Lisbonne disposent du même système de négociation électronique, NSC. Ces quatre marchés d'Euronext débouchent sur la même chambre de compensation (LCH. Clearnet SA), dont

le rôle est d'enregistrer toutes les transactions et de garantir leur bonne fin ; le règlement est effectué par le groupe Euroclear (Euroclear France succédant à la Sicovam), par versements de fonds aux vendeurs et livraison des titres aux acheteurs.

Une nouvelle étape a été franchie en 2007 lorsque les actionnaires d'Euronext ont accepté l'offre du NYSE (New York Stock Exchange, l'un des deux grands

marchés de New York, l'autre étant le Nasdaq, marché électronique plus jeune qui accueille principalement des sociétés développant les nouvelles technologies). Ainsi est né NYSE Euronext, société holding qui coiffe cinq marchés d'actions au comptant de part et d'autre de l'Atlantique et six marchés de produits dérivés. Et ce n'est pas fini. En février 2011, NYSE Euronext a annoncé son intention de fusionner avec Deutsche Börse AG. La Commission européenne a refusé cette fusion au début de 2012, au nom de la concurrence : le nouvel ensemble aurait contrôlé 90 % du marché européen des dérivés.

Pour l'instant, il n'y a pas encore de plate-forme de négociation commune à Euronext et au NYSE, mais le projet est à l'étude. Autrement dit, une société cotée en Europe ne l'est pas encore automatiquement à New York, les inscriptions sur Euronext et le NYSE restent séparées, mais on peut envisager un jour un double accès dans des conditions simplifiées. Il faut toutefois souligner que le problème n'est pas seulement technique. Il suppose aussi l'accord des autorités boursières des pays concernés.

Les Bourses concurrentes ne restent pas inactives

Euronext aurait-elle rejoint le NYSE si elle avait pu se rapprocher de la Bourse allemande ? Rien n'est moins sûr. Il est certain en tout cas que beaucoup auraient préféré un accord large entre les Bourses continentales

face à la City de Londres et à Wall Street. Mais toutes les tentatives ont échoué, chacun voulant garder son propre système de transactions. Du coup, les négociations sont parties dans tous les sens…

Le Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotations, deuxième marché américain), en dépit de ses efforts, n'a jamais réussi à mettre la main sur la Bourse de Londres, mais il a réussi à se rapprocher d'OMX, qui avait de son côté fédéré sept marchés boursiers d'Europe du Nord (Stockholm, Helsinki, Copenhague, Reykjavik, Tallinn, Riga

et Vilnius).

Quant au marché de Londres, le LSE (London Stock Exchange), il a réussi à mettre la main sur la Borsa Italiana. Et à l'échelle mondiale, les fusions (ou tentatives de fusion) continuent à un rythme soutenu. En 2007, la Bourse de Toronto a racheté celle de Montréal pour former TMX, que le LSE a vainement essayé d'acheter en 2011. La Bourse de Singapour a échoué dans sa tentative de prise de contrôle de la Bourse de Sydney initiée en 2010.

Chapitre 4 : Qui fait quoi

61

Et la MIF bouscule tout

Les accords, voire les fusions, entre grandes Bourses ne risquent-ils pas d'aboutir à la formation de gigantesques entreprises contrôlant les marchés

financiers de plusieurs continents ? Si c'était le cas, ce serait inquiétant car, après avoir éliminé leurs concurrentes, ces grandes entreprises se retrouveraient en situation de monopole dans certaines zones géographiques et pourraient alors exiger des sociétés cotées et de leurs actionnaires une forte hausse des commissions de cotation et des frais de transaction.

C'est pourquoi la directive européenne Marché des instruments financiers (MIF, selon le sigle français, MIFID, selon le sigle anglais très fréquemment employé), entrée en vigueur le 1er novembre 2007, tout en favorisant l'intégration des marchés de capitaux européens, comporte des mesures visant à renforcer la concurrence.

Auparavant, quand un investisseur français passait chez son intermédiaire financier un ordre d'achat ou de vente sur une valeur française ou étrangère cotée sur un marché réglementé, cet ordre était transmis à ce marché : il n'y avait pas d'autre choix possible. Désormais, votre intermédiaire financier (votre entreprise d'investissement, pour reprendre le langage officiel) peut choisir trois solutions : soit effectuer la transaction sur un marché réglementé, comme avant, soit avoir recours à une plate-forme électronique ou système multilatéral de négociation (les marchés nouveaux sont désignés en Europe par le sigle anglais MTF, pour *multilateral trading facilities*, et aux États-Unis par le sigle ATF, pour *alternative trading facilities*), soit « internaliser » les ordres (l'entreprise d'investissement exécute l'ordre en se

portant elle-même contrepartie).

L'entreprise d'investissement est tenue à la « meilleure exécution », c'est-à-dire que la directive MIF lui impose de prendre toutes les mesures « raisonnables » pour obtenir le meilleur résultat possible pour ses clients, en tenant compte du prix, des frais, de la rapidité, de la probabilité d'exécution de l'ordre, de la taille et de la nature de cet ordre, etc. Elle doit fournir à ses clients non professionnels des informations « appropriées » sur la façon dont elle compte remplir cette obligation, notamment une liste des lieux d'exécution auxquels elle fait le plus confiance. Elle peut être tenue de répondre aux questions de ses clients sur ce point dans la mesure où la demande est « raisonnable et proportionnée » (autrement dit, elle n'a pas à préciser à chaque fois où l'ordre a été exécuté, elle ne peut être amenée à le faire que si un problème particulier se pose).

Plates-formes électroniques et dark pools

Avant même l'entrée en vigueur de la directive, dès novembre 2006, sept grandes banques d'affaires ont annoncé la mise en place de leur propre plate-forme de négociation en Europe. D'autres projets sont ensuite apparus, des opérateurs américains sont venus s'installer sur le continent européen,

des regroupements ont eu lieu. Ces plates-formes sont diverses : elles sont

destinées aux particuliers ou aux professionnels, elles traitent plutôt tel ou tel produit financier, elles sont exploitées par des prestataires de services d'investissement (des courtiers en ligne par exemple) ou par des entreprises de marché comme NYSE Euronext ou le London Stock Exchange qui préfèrent organiser ainsi leur propre concurrence. Car ces plates-formes sont redoutables. Elles peuvent offrir, par exemple, la possibilité de passer des ordres sur des valeurs européennes alors que les marchés d'Euronext sont fermés. Cela peut être utile si le marché américain, après la clôture de Paris, s'envole ou, au contraire, se met à plonger : on peut alors acheter ou vendre dans de meilleures conditions qu'on ne pourra le faire le lendemain sur le marché officiel. Ces plates-formes ont aussi un autre argument encore plus décisif : elles prélèvent des frais beaucoup moins élevés.

La firme américaine BATS a ainsi créé BATS Europe qui a absorbé fin 2011 une autre plate-forme, Chi-X, et affirmait tenir en décembre 2011 25,5 % du marché européen des actions : des plates-formes de ce genre n'interviennent en effet que sur les actions qui s'échangent le plus, qui font le plus de volume et, de surcroît, elles interviennent sur tous les marchés, ce qui leur permet d'avoir un poids global important tout en ne représentant par exemple, comme BATS Europe, que 5 % du CAC 40. On pourrait citer aussi NYSE Arca

Europe, lancée en 2009 par NYSE Euronext, Tradegate, reprise en 2009 par

Deutsche Börse, ou Turquoise, rachetée en 2009 aussi par le LSE.

Ces plates-formes électroniques ont souvent une filiale appelée « *dark pool* », lieu où des quantités importantes de titres (des blocs) se négocient en tout discrétion – pas de prix d'achat ou de vente affichés tant que la négociation n'est pas conclue – et de façon anonyme – on ne sait pas qui négocie avec qui. Cette procédure a un avantage : des échanges de titres d'un volume significatif peuvent se faire sans avoir d'impact sur les cours enregistrés sur les marchés officiels, sans provoquer de remous. Elle a en revanche un inconvénient pour les autorités chargées de réguler les marchés : surveiller ce qui se passe sur un marché comme Euronext est assez facile ; surveiller les mouvements sur un titre quand les échanges se font à la fois sur Euronext et sur des dizaines de plates-formes électroniques, dont certaines sont des « Bourses de l'ombre » (traduction possible de *dark pool*), pose un problème autrement redoutable. La grande question est celle de la transparence : sur un vrai marché, il y a des gens prêts à vendre à un prix donné, d'autres prêts à acheter à un autre prix ; de la confrontation publique de ces demandes et de ces offres découlent des transactions à un prix affiché. On voit comment se forment les prix. Compte tenu de la multiplication des lieux de transactions et du caractère opaque de certains d'entre eux, la transparence est sérieusement mise en cause.

Dans le même esprit, on peut ajouter à cette liste les « *crossing networks* »,

places virtuelles où des courtiers importants proposent de faire

se rencontrer les ordres de vente et d'achat de leurs grands clients institutionnels en dehors des marchés officiels. À l'occasion de la révision de la directive MIF, la Commission européenne propose d'accorder à ces *crossing networks* un nouveau statut d'OTF (*organized trading facility*) sans pour autant exiger d'eux beaucoup plus de transparence, ce qui suscite des réserves de la part des régulateurs.

Ajoutons enfin que ces plates-formes électroniques ont développé des techniques leur permettant de passer des ordres très nombreux en un espace de temps très faible, de l'ordre de quelques millisecondes par ordre. Le développement de ces négociations à haute fréquence (*high frequency trading*), au seul profit des professionnels, est spectaculaire. Nous aurons l'occasion d'en reparler.

L'organisation de la place de Paris

Pour un pays, disposer d'une place financière importante est un atout considérable, à la fois en termes d'emplois et d'entrée de capitaux. Même à l'heure de l'informatique et des échanges dématérialisés, il y a toujours avantage à rassembler en un même endroit investisseurs professionnels, intermédiaires et spécialistes divers. Une place financière n'est attrayante

que si elle offre une large gamme de services et une organisation efficace. Et, même si de multiples scandales laissent croire que tout y est permis, ces activités sont, en principe, très contrôlées.

Sous l'Autorité des marchés financiers

La Bourse de Paris, c'est d'abord un marché réglementé, par opposition à un marché simplement régulé ou à un marché de gré à gré où les transactions ne sont régies que par les règles commerciales de droit commun. Un marché réglementé repose sur des institutions qui organisent les émissions de titres, les transactions et le dénouement des opérations. Après la disparition des agents de change et de leur compagnie, la place de Paris reposait sur trois pôles : une entreprise de marché (la Société des Bourses françaises), un conseil (le CMF, Conseil des marchés financiers), qui édictait les règles à observer sur le marché, et un organe de surveillance, la COB (Commission des opérations de Bourse).

Cette organisation a rapidement évolué. D'abord, nous l'avons vu, la SBF s'est

regroupée avec d'autres entreprises de marché pour former Euronext, puis NYSE Euronext. Enfin, en 2003, une fusion a été opérée entre le Conseil des marchés financiers et la COB pour former une seule entité de tutelle de la Bourse : l'AMF, Autorité des marchés financiers.

L’AMF est un organisme public indépendant dont le président est nommé pour cinq ans par décret du président de la République. De l’ancien Conseil des marchés financiers, l’AMF a repris toutes les missions d’élaboration des règles du jeu. C’est l’AMF qui établit le règlement général des Bourses de valeurs, lequel doit ensuite être homologué par le ministère des Finances avant d’entrer en application. Elle fixe les dispositions d’ordre déontologique qui s’appliquent aux professionnels des marchés financiers. De la COB, elle a hérité toutes les missions de surveillance du bon fonctionnement des marchés et de sanction en cas de manquement au règlement.

Elle intervient dès lors qu’il y a appel public à l’épargne, quelle que soit la nature du produit financier proposé ou, plus exactement, pour utiliser la terminologie qui s’impose depuis les dernières modifications de son règlement général, dès qu’il y a offre au public. Par exemple, c’est l’AMF qui accorde son visa aux notices publiées par les sociétés à l’occasion d’opérations financières (comme les OPA, offres publiques d’achat) ou de leur introduction en Bourse. Elle autorise la création des sicav (sociétés d’investissement à capital variable) et des FCP (fonds communs de placement), elle vérifie l’information figurant dans la notice de présentation de chaque produit. C’est elle aussi qui contrôle les conseillers en investissements financiers et (avec d’autres autorités) les démarcheurs

bancaires ou financiers.

L’AMF surveille en permanence les marchés pour vérifier qu’il ne s’y produit

rien d’anormal. En cas de besoin, elle peut décider de mener des enquêtes et dispose de larges pouvoirs pour cela : faire obstacle à ses contrôles ou lui communiquer des renseignements inexacts peut coûter très cher. Au terme de ses enquêtes, elle peut elle-même prononcer des sanctions ou, le cas échéant, porter l’affaire devant la justice pénale.

Signalons enfin que l’AMF est de plus en plus amenée à regarder au-delà des frontières : elle apporte son concours à la régulation des marchés aux échelons européen et international, et elle développe sa coopération avec ses homologues étrangères. Elle est notamment membre actif de l’Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), l’une des trois nouvelles autorités de supervision européennes créées après la crise financière de 2008 ; l’ESMA a succédé en janvier 2011 au Comité européen des régulateurs

de marchés.

Compte tenu de l’importance de son rôle et de son intervention dans des affaires où l’unité de compte peut atteindre le milliard d’euros, l’AMF est forcément très critiquée : trop tatillonne pour les uns, trop laxiste pour les autres, toujours suspectée de ne s’en prendre qu’aux lampistes et de

défendre les intérêts des puissants. Son président doit avoir le dos large et les nerfs solides !

Chapitre 4 : Qui fait quoi

65

NYSE Euronext, une société cotée qui cote

les autres entreprises

Après la Compagnie des agents de change, puis la Société des Bourses françaises, place donc à Euronext et enfin à NYSE Euronext. Cette société qui se présente comme le plus grand groupe boursier du monde est elle-même cotée en Bourse, à la fois à New York et à Paris.

Son principal métier est de gérer des systèmes informatiques de cotation, qu'il s'agisse d'actions ou d'autres produits, à New York, Londres, Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne. Sous le contrôle de l'AMF, pour la France, ou d'autres autorités boursières nationales, elle met en place et fait fonctionner des marchés réglementés. Elle gère l'adhésion des membres (les intermédiaires financiers, seuls habilités à intervenir sur les marchés), l'admission des valeurs à la cote et leur radiation. Enfin, dans l'univers de plus en plus concurrentiel que nous avons décrit plus haut, elle s'occupe activement de promouvoir ses marchés auprès des émetteurs et des investisseurs.

Les intermédiaires financiers

Dans le vocabulaire anglo-saxon, on parle de *brokers*, et, en français, de courtiers. Auparavant, on les nommait les « agents de change ». Il y a eu ensuite les sociétés de Bourse et, maintenant, les entreprises d'investissement. C'est en tout cas ce dernier vocable qui est employé officiellement par les directives européennes et les textes qui les retranscrivent en droit français.

En fait, les entreprises d'investissement peuvent exercer une palette de métiers très large ; beaucoup se sont spécialisées. Ne peuvent être considérées comme des courtiers que celles qui sont membres du marché Euronext, soit plus de 200, dont une vingtaine de courtiers en ligne. La plupart sont contrôlées par des banques, françaises ou étrangères. On ne compte plus guère qu'une poignée de maisons indépendantes. Les entreprises d'investissement peuvent en effet faire plus que transmettre et exécuter les ordres de Bourse. Elles gèrent des portefeuilles pour le compte des clients, elles montent des sicav ou des FCP, elles ont leurs propres services d'études économiques et d'analyse financière. Aux côtés des établissements de crédit, elles appartiennent à la grande famille des prestataires de services d'investissement.

Les grands marchés

Nous verrons plus en détail ultérieurement comment lire une cote ; la première chose à savoir quand on cherche le cours d'une valeur est à quel marché elle est inscrite. Les vieux boursiers vous parleront encore du premier marché, qui se décomposait en un marché à règlement mensuel et un marché au comptant, du second marché, du nouveau marché et du marché libre. Toute cette organisation a été profondément modifiée en plusieurs étapes au cours des dernières années.

L'Eurolist

C'est le marché réglementé de la Bourse de Paris. Ouvert le 21 février 2005, il est issu de la fusion des anciens premier, second et nouveau marchés. Les sociétés ne sont plus classées comme autrefois selon le secteur d'activité auquel elles appartiennent, mais par ordre alphabétique. Une simple lettre – A, B ou C – indique à quel compartiment de la cote elles sont rattachées : A pour les sociétés dont la *capitalisation boursière* (valeur de l'action multipliée par le nombre total d'actions de cette société) est supérieure à 1 milliard d'euros, B pour celles dont la capitalisation est comprise entre 1 milliard et 150 millions d'euros, et C pour celles dont la capitalisation est inférieure à 150 millions d'euros. Au total, l'Eurolist compte environ 640 sociétés cotées (sur la même liste figurent aussi les sociétés cotées à

Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne ; le total dépasse le millier), qui doivent diffuser dans le public au moins le quart de leur capital ; si le nombre de titres composant le capital est élevé, ce pourcentage peut descendre jusqu'à 5 %, à condition que l'offre au public porte sur au moins 5 millions d'euros. Les cotations s'effectuent en continu de 9 heures à 17 h 40 mais, pour les petites valeurs, il y a seulement deux fixings (fixages pour les puristes) dans la journée, à 10 h 30 et 16 h 30. La distinction se fait selon la liquidité : les valeurs qui doivent pouvoir faire l'objet d'au moins 2 500 transactions par an sont automatiquement cotées en continu. Celles qui ne peuvent atteindre ce seuil ont toutefois la possibilité d'être cotées en continu si elles ont signé un contrat de liquidité.

Un contrat de liquidité est un contrat signé entre une société émettrice, grande ou petite, et un prestataire de services d'investissement qui prévoit que ce dernier assurera la liquidité du titre, c'est-à-dire permettra que se réalisent normalement les transactions et veillera à ce que ne se produisent pas des décalages de cours autres que ceux justifiés par la tendance du marché. Pour ce faire, la société émettrice doit être autorisée par l'assemblée générale des actionnaires à racheter une certaine quantité de ses actions qu'elle mettra à la disposition du prestataire de services.

Chapitre 4 : Qui fait quoi

67

Le SRD (Service à règlement différé)

C’est le successeur du marché à règlement mensuel. Les valeurs qui appartiennent au SRD peuvent être négociées au comptant mais, si on le veut, le dénouement de l’opération ne s’effectue qu’à la fin du mois boursier. Cette possibilité d’acheter ou de vendre à terme n’est réservée qu’aux valeurs les plus importantes et les plus liquides (celles sur lesquelles il s’effectue le plus de transactions) de l’Eurolist, c’est-à-dire à environ 130 valeurs françaises et quelques sociétés étrangères. Ces valeurs appartiennent à l’indice SBF 120 ou ont une capitalisation boursière de plus de 1 milliard d’euros et enregistrent un volume de transactions quotidiennes de plus de 1 million d’euros.

En mai 2010, Euronext a créé un nouveau compartiment du SRD appelé SRD « *long only* » (en anglais, être *long*, c’est être acheteur, *short*, être vendeur) où peuvent être négociées les actions de sociétés (quatre-vingt-treize au départ) répondant à un seul critère : un volume quotidien de transactions au moins égal à 100 000 euros. Dans la presse, il est souvent désigné comme le SRD « valeurs moyennes ». Nous parlerons plus longuement du SRD et de ce nouveau compartiment au chapitre 15.

Alternext

Ouvert le 17 mai 2005, Alternext n’est pas un marché réglementé, mais un

marché simplement « régulé ». Cela signifie non pas qu'il n'y a aucune règle du jeu, mais qu'ici les règles sont plus souples que sur le marché réglementé. Il s'agit de faire venir à la Bourse de petites ou moyennes entreprises qui souhaitent financer leur développement mais ne peuvent pas (ou ne veulent pas) se conformer aux règles très strictes d'admission et de cotation du marché réglementé, comme avoir au moins un certain pourcentage de leurs actions détenues dans le public ou présenter leur comptabilité selon les normes IFRS qui s'imposent désormais aux entreprises cotées de l'Union européenne. Néanmoins, les sociétés qui veulent être cotées sur Alternext doivent présenter au moins deux années de comptes certifiés et, en cas d'offre au public, faire viser un prospectus par l'AMF. À la différence de l'Eurolist, les échanges tout au long de la journée ne sont pas la règle pour les valeurs cotées sur Alternext. Il n'y a qu'un fixage à 15 h 30 ; seules les valeurs qui font l'objet d'au moins 2 500 transactions par an bénéficient d'une

cotation en continu.

Alternext est, d'une certaine façon, le successeur du second marché qui, après avoir connu des heures de gloire, s'est effondré au début des années 2000, victime de l'éclatement de la bulle spéculative des années 1990 et de la chute des cours des valeurs dites de la « nouvelle économie » (Internet et les nouvelles technologies). En octobre 2009, pour éviter que des

sociétés ne quittent purement et simplement la Bourse, une loi a prévu de faciliter le passage du marché réglementé de l'Eurolist vers Alternext pour celles qui avaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros. Son succès à été mitigé. Par ailleurs, un nombre relativement limité de PME ou d'entreprises de taille intermédiaire ont profité des possibilités offertes par ce nouveau marché. Au début de 2012, cent soixante-dix sociétés étaient cotées sur Alternext.

Le marché libre

Lancé le 23 septembre 1996, le marché libre a survécu aux réformes de ces dernières années. De fait, ce marché organisé par Euronext n'est pas non plus un marché réglementé ; il succède au défunt hors-cote (sous entendu hors cote « officielle »), où pouvaient s'échanger les titres de sociétés très diverses, souvent de petite taille et quelquefois prometteuses. Pour les entreprises, les contraintes sont beaucoup plus légères que sur les autres marchés, qu'il s'agisse des documents comptables à présenter (rien de plus que ce que doit faire toute autre société ayant la même forme juridique) ou de la part du capital à mettre dans le public (aucune exigence minimale). L'AMF donne son visa au prospectus indispensable en cas d'offre au public, mais n'effectue plus ensuite qu'une surveillance très légère, portant

essentiellement sur le comportement des intermédiaires effectuant les transactions. Les intérêts des actionnaires minoritaires sont peu protégés : la réglementation sur les abus de marché (opérations d'initiés, manipulations de marché) n'est pas applicable ici.

La cotation ne se fait pas en continu : les ordres reçus tout au long de la journée sont confrontés lors d'un fixage à quinze heures. Environ deux cent cinquante entreprises sont cotées sur le marché libre de Paris (Euronext gère aussi un marché libre à Bruxelles).

Les grands indices

Pour que les investisseurs puissent suivre les évolutions de la Bourse, les organisateurs des différents marchés ont mis en place des indices calculés à partir des variations d'un nombre plus ou moins élevé de valeurs de plus ou moins grande taille. Certains sont très connus du grand public : qui n'a pas entendu parler du fameux Dow Jones ou du CAC 40 ? D'autres sont rarement cités en dehors du cercle des spécialistes.

En apparence, cela paraît très simple. Dans la réalité, bâtir un bon indice et le faire vivre est très compliqué. Pour exemple, vous pouvez choisir 30 ou 40 grandes valeurs qui pèsent particulièrement lourd en estimant que

leur évolution est représentative de l'ensemble du marché. Mais vous devez les choisir selon des critères précis. Vous devez aussi prévoir ce que vous ferez lorsqu'une valeur retenue ne remplira plus les critères initiaux : la garderez-vous tout de même, pour préserver la continuité de l'indice, ou la remplacerez-vous par une autre valeur remplissant mieux les critères ? Votre indice, le construirez-vous de façon équipondérée, chaque valeur occupant une place identique dans l'indice, ou alors chaque valeur se verra-t-elle attribuer une part de l'indice correspondant à son poids en Bourse ? Chaque méthode a ses qualités et ses défauts : il faut choisir puis veiller à une mise en œuvre scrupuleuse des principes retenus au départ pour assurer la fiabilité des indices. Pour gérer les siens, notamment le CAC 40, Euronext a un comité scientifique qui se réunit au moins quatre fois par an.

Les indices de la Bourse de Paris

À tout seigneur, tout honneur : il faut d'abord parler du CAC 40. Mais la Bourse de Paris ne se réduit pas aux 40 valeurs qui le composent ; pour avoir une idée exacte du marché, il est conseillé de regarder aussi toute une batterie d'autres indices.

Le CAC 40

Le CAC 40 est évidemment l'indice phare : CAC, comme l'indice général CAC

dont il assure la succession depuis 1988 (base 1 000 au 31 décembre 1987),

sachant que CAC, qui signifiait autrefois Compagnie des agents de change, signifie aujourd'hui Cotation assistée en continu, et 40, parce que l'indice est calculé en théorie à partir des variations de cours de 40 valeurs (parfois moins en pratique, du fait des fusions-acquisitions). Pour déterminer le poids de chaque valeur, au début, on considérait la capitalisation boursière totale de cette valeur ; depuis le 1er décembre 2003, on ne prend plus en compte que

la capitalisation du « flottant » (valeur de l'action multipliée par le nombre d'actions en circulation dans le public). Cette méthode de calcul est justifiée par le fait que de très grandes entreprises cotées sont encore détenues en majorité par l'État et que les actions en circulation représentent une part parfois très faible de leur nombre total. Par exemple, EDF, une des plus grosses capitalisations boursières de la place de Paris, ne compte que pour 0,85 % de l'indice CAC 40 parce que les actions composant son « flottant » ne représentent que 13 % du capital, l'État en contrôlant encore 84,5 % (ces pondérations auront pu changer au moment où vous lirez ces lignes). Pour contrer le poids croissant de Total, il a été prévu qu'une valeur ne pouvait peser pour plus de 15 % dans l'indice.

L'indice CAC 40 est un indice dit « négociable » : il sert de support à de nombreux produits dérivés (options, contrats à terme, warrants, *trackers*, certificats et autres dont nous parlerons ultérieurement).

La nouvelle famille des indices CAC et SBF

Le CAC 40 est complété par le CAC Next 20, qui regroupe les vingt plus grandes valeurs suivantes ; c'est dans le CAC Next 20 que le Conseil scientifique des indices puise lorsqu'il faut trouver une nouvelle valeur pour le CAC 40 lorsqu'une place se libère. Depuis la réforme des indices intervenue en mars 2011, un troisième indice regroupe les quarante valeurs du CAC 40 et les vingt valeurs du CAC Next 20, c'est le CAC Large 60.

Viennent ensuite soixante valeurs qui forment le CAC Mid 60 (et remplacent donc le CAC Mid 100) ; avec les valeurs du CAC Large 60, elles donnent le SBF 120 (SBF, comme Société des Bourses françaises). Enfin vient l'indice CAC Small, qui succède au CAC Small 90. À la différence de son prédécesseur, il n'est pas limité mais inclut toutes les valeurs autres que celles incluses dans les trois indices précédents (CAC 40, CAC Next 20 et CAC Mid 60) qui remplissent un certain nombre de critères concernant le volume annuel de transactions sur leurs titres et concernant le flottant (nombre de titres en circulation dans le public une fois exclues les actions d'autocontrôle, c'est-à-dire détenues par la société elle-même, et celles détenues par l'État, par les

salariés, par les dirigeants, par les membres de la famille fondatrice ou par des actionnaires détenant plus de 5 % du capital, à moins qu'il ne s'agisse d'OPCVM ou de fonds de retraite) ; le rapport entre le nombre de titres échangés annuellement et le nombre de titres composant le capital flottant – ce qu'on appelle le taux de rotation – doit être d'au moins 20 %. Autrement dit, il faut que les valeurs composant le CAC Small, comme celles des trois indices précédents, aient une vraie vie boursière. Fin 2011, le CAC Small regroupait plus de deux cent quarante valeurs. Associées aux valeurs du CAC Mid 60, les valeurs du CAC Small forment le CAC Mid & Small.

Réunies, les valeurs de tous ces indices forment l'indice large CAC All-Tradable, qui réunit donc environ trois cent soixante valeurs, soit un peu plus de la moitié de toutes les actions de l'Eurolist cotées à Paris. Ce nouvel indice CAC All-Tradable remplace l'indice SBF 250. Enfin, pour avoir une vue

encore plus large du marché, on peut regarder l'indice CAC AllShares, qui regroupe toutes les valeurs dont le taux de rotation excède 5 %, quelle que soit leur capitalisation ; cet indice compte environ cinq cent vingt valeurs.

Subsistent les trente-sept indices sectoriels, de CAC Agroalimentaire à CAC Voyages et Loisirs, ainsi que l'indice Euronext FAS IAS des sociétés dans lesquelles les salariés détiennent une fraction élevée du capital et l'indice Euronext IEIF SIIC des sociétés foncières. En revanche ont disparu l'indice

SBF 80 ainsi que les indices CAC IT et CAC IT 20 des valeurs technologiques.

Tous ces indices nouveaux ont évidemment vocation à être négociables,

c’est-à-dire à servir de support à la construction de produits financiers

dérivés.

Chapitre 4 : Qui fait quoi

71

CAC 40 : le tourniquet des grandes valeurs

Quand est né le CAC 40 ? On a célébré ses vingt Dans les vingt premières années du CAC 40, ans à l’automne 2007 ; en fait, en novembre 1987, 82 sociétés y ont figuré à un moment ou à un il n’existait pas encore. On venait tout juste autre. Seules 14 d’entre el es n’en sont jamais de publier la liste des 40 sociétés cotées qui sorties, même si elles ont changé de nom avaient été retenues pour le composer, mais le (comme c’est le cas d’Alcatel-Lucent, Sanofi-premier cours de l’indice CAC 40 n’a été publié Aventis, Vivendi, etc.). Casino, qui était dans que le 15 juin 1988, avec une référence 1 000 l’indice au départ, en a été sorti deux fois.

au 31 décembre 1987.

En fait, le CAC 40 est un indice vivant et son

Cette longue période de gestation a été très évolution accompagne celle de l’économie compliquée et montre qu’il n’est pas simple de française : désengagement de l’État actionnaire bâtir un indice boursier qui résiste au temps (avec l’entrée dans le CAC 40 d’EDF, de GDF, de dans un univers où tout bouge très vite. Qui France Télécom, de Renault, etc.), apparition se souvient aujourd’hui de la Télémécanique, de « mégacapitalisations » à la française, avec qui a fait les beaux jours de la Bourse dans les des poids lourds mondiaux comme Total, BNP

années 1970 et 1980 ? Retenue dans la compo- Paribas, Sanofi-Aventis ou

Axa. Il révèle aussi sition de l’indice initial, el e s’est retrouvée au les changements de modes boursières : engoue-cœur d’une longue batail e boursière qui s’est ment dans les années 1990 pour les valeurs TMT

terminée par son rachat par le groupe Schneider (Technologies, médias, télécommunications), qui à l’été 1988. Résultat : l’indice CAC 40 a été étaient encore 11 dans le CAC 40 en 2001, puis calculé pour la première fois le 15 juin 1988 pour les financières, qui étaient 6 au début de sans Télémécanique. Le 27 mai, il avait été 2007. La roue de la fortune tourne…

décidé également de retirer du CAC 40, avant

sa naissance officiel e, la Générale Occidentale, En septembre 2010, Dexia doit céder la place à autre vedette de la cote, qui a été finalement Natixis. Mais un an plus tard, dans un contexte absorbée par Alcatel en avril 1991.

défavorable aux valeurs bancaires, Natixis à

son tour doit s’effacer devant Safran. Et en

Une autre valeur figurant dans la liste initiale décembre 2011, Suez Environnement, après a pu tenir jusqu’à la publication des premiers avoir passé trois ans dans l’indice, en sort au cours du CAC 40, mais n’est pas restée très profit de Legrand. Le fabricant de matériel et longtemps : c’est Darty, reprise par ses salariés équipements électriques fait ainsi son grand en mai 1988, puis vendue à Kingfisher. Darty retour dans le CAC 40 qu’il avait quitté en mai est la société restée le moins longtemps dans 2000.

le CAC 40 (un mois et demi).

Les indices européens

Tous les marchés européens gardent leurs indices nationaux, quelle

que soit la société qui les gère : on a toujours le Dax 30 en Allemagne, le

MIB 30 à Milan, l’Ibex 35 à Madrid et, évidemment, le FTSE 100 à Londres.

Mais les investisseurs internationaux se servent de plus en plus d'indices paneuropéens pour une gestion à l'échelle du continent. Les plus utilisés sont ceux développés par les Bourses européennes en partenariat avec l'agence américaine Dow Jones au niveau de la zone euro, Euro Stoxx 50 ou DJ Euro Stoxx, ou de l'ensemble de l'Europe, Stoxx 50 ou DJ Stoxx 600 (Stoxx est une filiale de Deutsche Börse et du groupe suisse Six). Mais ils sont concurrencés par les indices FTSEurofirst lancés plus tard par Euronext et le groupe du *Financial Times*. Euronext fournit aussi ses propres indices Euronext 100 et Next 150 de grandes capitalisations européennes. La concurrence est partout…

Les autres grands indices

Aux États-Unis, le plus connu est évidemment le Dow Jones Industrial Average, les deux derniers termes étant généralement passés sous silence. L'indice tire son nom de celui de ses deux fondateurs, Dow et Jones, dont les familles ont été très longtemps propriétaires du *Wall Street Journal*. C'est d'ailleurs l'équipe de ce journal qui gère cet indice, dont le moins que l'on puisse dire est qu'il est rustique : on prend les cours de 30 grandes valeurs du New York Stock Exchange, on les additionne purement et simplement, sans tenir compte des différences de poids entre ces 30 entreprises. Et voilà, on a un indice ! Mais ce qui est rustique est souvent solide. C'est le cas ici :

les valeurs qui composent l'indice changent très peu, ce qui lui confère une grande fiabilité. Le dernier grand changement date du 8 juin 2009 : après la crise bancaire et la faillite retentissante de General Motors, Citigroup a été remplacé par l'assureur The Travelers Companies et le constructeur automobile par l'équipementier en télécommunications Cisco Systems. Dix ans auparavant, le développement des nouvelles technologies avait conduit à faire entrer dans l'indice Dow Jones deux valeurs cotées sur le Nasdaq : Intel et Microsoft. Cisco est dont la troisième

De fait, les grandes sociétés qui représentent le mieux les États-Unis d'aujourd'hui, celles qui sont au cœur de l'innovation technologique, on les retrouve sur le Nasdaq. Ceux qui cherchent à prévoir les mouvements futurs de l'économie américaine accordent plus volontiers d'attention à l'indice Nasdaq Composite, parce qu'ils estiment que ce sont les entreprises qui le composent qui donnent le *la*. Mais vous trouverez aussi des défenseurs acharnés de l'indice Standard & Poor's 500, qui, comme son nom l'indique, est plus représentatif de la masse des actions américaines cotées, puisqu'il

en compte 500. Cependant, certains vous diront qu'ils préfèrent encore le Russell 2000 ou le Wilshire 5000…

À Tokyo, l'indice le plus connu est le Nikkei 225, Nikkei étant la contraction de *Nihon Keisai*, nom du quotidien japonais qui a lancé l'indice au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, sur le modèle du Dow Jones (et avec sa collaboration). Là encore, le plus connu du grand public n'est pas le plus aimé des professionnels, qui, dans l'ensemble, marquent une préférence très nette pour le Topix, plus large et plus représentatif du Kabuto-Cho, surnom du Tokyo Stock Exchange.

En Chine, les étrangers continuent de s'intéresser de très près à l'indice Hang Seng de la Bourse de Hong Kong. Mais avec le développement foudroyant des marchés financiers en Chine continentale, il faut suivre les indices des Bourses de Shanghai et de Shenzhen, en très forte hausse depuis quelques années (avec quelques phases de repli assez brutales…), avec leurs actions A (pour les nationaux) et B (pour les investisseurs étrangers).

Enfin, tous ceux qui lisent la presse financière ne pourront manquer de remarquer les indices MSCI, du nom de la firme Morgan Stanley Capital International, qui calcule et publie une large batterie d'indices régionaux (Europe, Amérique, Asie, etc.) et sectoriels. Ceux qui ont une vision globale de la gestion d'actions n'ont qu'un objectif en tête : faire mieux que le MSCI World, l'indice de référence mondial.

Maintenant, nous avons une connaissance générale des marchés. Nous savons qui fait quoi sur les grandes places financières et comment ces

dernières sont organisées. C’est le moment d’aller voir de plus près comment on cote une action et pourquoi les cours bougent tout le temps.

Chapitre 5

Pourquoi les actions montent

(et pourquoi el es baissent)

Dans ce chapitre :

▸ Les relations entre l’économie et la Bourse

▸ Le rôle des taux d’intérêt

▸ Anticipation et spéculation

Q uel est le juste prix d’une action ? Le débat peut durer des siècles, comme celui sur le sexe des anges, et n’être jamais tranché. Pour une raison simple : pour les actions comme pour la plupart des marchandises, il n’y a pas de juste prix. Il y a seulement un prix de marché, qui résulte de la confrontation de l’offre et de la demande. À un moment donné, un individu A a accepté de vendre une action X à un individu B qui lui en proposait un prix Y. Ce prix était-il juste ? Les grilles d’analyse de la valeur d’une entreprise, que nous étudierons ultérieurement, pourraient peut-être permettre de conclure que ce prix était trop haut ou trop bas. De toute façon, le vendeur aurait certainement préféré obtenir un prix plus élevé, l’acheteur aurait certainement aimé payer moins cher. Mais, à ce moment-là,

la transaction n’a pu se faire qu’au prix Y, et c’est le seul prix qui compte, puisqu’il existe.

La question du juste prix n’est pourtant pas absurde, elle continue d’apparaître en filigrane dans de nombreux débats d’actualité. Par exemple, est-il raisonnable de coter les actions en continu et d’étendre sans fin la période d’ouverture des marchés ? Peut-on logiquement, rationnellement, admettre que la valeur d’une entreprise change chaque minute, voire chaque seconde ? Les années récentes ont vu le retour d’une forte *volatilité*, c’est-à-dire d’une grande instabilité des cours. Lors d’une même séance, on a vu des actions perdre 10 % ou plus et les regagner avant la clôture. Les entreprises en cause avaient-elles changé aussi brutalement plusieurs fois dans la journée ? Bien évidemment, non. Seule l’humeur du marché avait varié.

Dans ce chapitre, nous allons voir pourquoi l’opinion des investisseurs peut changer aussi vite et quels sont les principaux facteurs de hausse ou de baisse d’une action précise, d’un secteur ou de l’ensemble des valeurs cotées sur un marché.

L’économie et la Bourse : un couple très instable

A priori, on pourrait penser que les choses sont simples. Puisque les actions représentent une part du capital des entreprises, elles devraient aller bien

quand l’économie est prospère et reculer quand celle-ci va moins bien. En fait, les choses sont un peu plus compliquées que cela.

Le produit intérieur brut n’explique pas tout

Si l’on voulait copier le lieu commun « L’argent ne fait pas le bonheur », on pourrait dire « Le PIB ne fait pas le bonheur ». Le PIB (produit intérieur brut) mesure les richesses créées dans un pays, autrement dit la somme des valeurs ajoutées par les différents acteurs économiques. Vous achetez du minerai, vous le transformez en fer : ce travail représente votre valeur ajoutée. Vous transformez ce fer en poutrelle ou en rail, vous avez encore produit de la valeur ajoutée. Et la somme des valeurs ajoutées par chacun fait le produit intérieur brut (pour simplifier). Tout le monde s’accorde à penser aujourd’hui qu’une forte croissance du PIB ne suffit pas à faire le bonheur des peuples, mais, toujours selon la sagesse populaire, ça aide.

Une économie dynamique, c’est bon signe, et l’entreprise étant par excellence l’endroit où se crée la valeur ajoutée, les actions devraient monter lorsque le PIB croît.

L’évolution de la Bourse précède celle du PIB

La fin des années 1990, par exemple, a été une période de forte croissance et, en dépit de plusieurs crises qui ont secoué les marchés (crise asiatique de 1997, crise russe et affaire LTCM en 1998), cela a été une période très

faste

sur le plan boursier. Les chiffres sont éloquents. Prenons la progression de

l'indice CAC 40 : 23,7 % en 1996, 29,5 % en 1997, 31,5 % en 1998 et enfin 51,1 %

en 1999.

La forte accélération de cette dernière année attire d'ailleurs l'attention. Il n'est pas nécessaire d'être un spécialiste pour voir que cela faisait beaucoup et que, même si l'économie allait bien, cet enrichissement des actionnaires

était trop rapide et ne pouvait pas durer à ce rythme. En 2000, la croissance du PIB s'est élevée à 3,8 % en France (un chiffre que l'on ne retrouve pas souvent !), mais l'indice CAC 40 a reculé de 0,5 %. Sur les marchés, on commençait à se dire qu'on avait sans doute exagéré : on avait fait monter les actions parce qu'on croyait être entré dans un cycle long de croissance de l'activité et des bénéfices des entreprises, mais, en fin de compte, tout cela pouvait s'arrêter très prochainement. De fait, en 2001, les États-Unis ont connu une brève période de récession, entre le printemps et l'automne, et la croissance a commencé à ralentir dans tous les grands pays industriels. En amorçant son repli dès 2000, le marché boursier avait précédé l'économie réelle, il avait anticipé son évolution.

Autrement dit, il y a bien un lien entre la croissance économique et la hausse des actions, ce qui est normal, mais les deux phénomènes ne sont pas forcément concomitants ; ils apparaissent souvent avec un certain décalage dans le temps.

La Bourse peut même ignorer le PIB

De façon plus surprenante, il y a des périodes où la Bourse et l'économie peuvent apparaître complètement dissociées. Si l'on regarde les performances des actions françaises dans les années 1960 et le début des années 1970, c'est-à-dire la fin des trente glorieuses, période de croissance rapide qui fait figure de paradis aujourd'hui, on constate que la Bourse n'a pas fait de miracle. Après des taux de croissance du PIB de 5 % à 6 % au début des années 1960 et des menaces de tension sur les prix, le gouvernement avait annoncé un plan de stabilisation en 1963. Ajoutons à cela la détérioration de la balance commerciale et celle du budget de l'État, puis les événements de 1968, les difficultés du franc face au mark, le contrôle des changes et des mouvements de capitaux, on avait là un univers certes très tonique sur le plan économique, mais assez compliqué sur le plan financier et assez peu profitable pour les entreprises, avec des hausses de salaires marquées et des gains de productivité moins rapides. Ainsi, de 1963 à 1967, on a eu cinq années consécutives de baisse de la Bourse, avec des hausses

du PIB qui atteignaient 5,2 % en 1964, 3,5 % en 1965 (en pleine période de freinage !) et 5 % encore en 1966.

Oui à la croissance… des profits

Toute la question est en effet de savoir ce qui se passe à l'intérieur des entreprises. Même avec une activité tout à fait satisfaisante, celles-ci peuvent ne pas se trouver dans des situations de très grande prospérité si elles doivent augmenter les salaires à un rythme qui dépasse les gains de productivité ou si, en raison de la concurrence ou de contrôles

administratifs, elles ne peuvent répercuter sur leurs prix de vente la hausse de leurs coûts de production.

Sur ce point, on constate qu'il y a des cycles, autrefois surtout dépendants des politiques nationales, aujourd'hui davantage liés aux grandes tendances de l'économie mondiale. Ainsi, dans les années 1970 et au début des années 1980, notamment en France, on a favorisé la hausse des salaires pour préserver le pouvoir d'achat des ménages face à la hausse du prix des produits pétroliers. Cela s'est fait au détriment des marges des entreprises et les marchés boursiers n'ont pas apprécié. À partir du milieu des années 1980, au contraire, on est entré dans une grande vague de désinflation, avec des rémunérations d'autant mieux contrôlées que la vigueur de la concurrence

internationale a fait repartir le balancier dans un sens beaucoup moins favorable aux salariés. Il n'est pas étonnant que, au cours de cette période, les années fastes pour la Bourse aient été plus nombreuses.

Deux indicateurs permettent de suivre ces évolutions et de voir si, globalement, on est plutôt dans une phase favorable aux entreprises. L'un mesure le partage de la valeur ajoutée après impôts entre les salariés et l'entreprise, en pourcentage du PIB. L'autre concerne le taux de marge des entreprises, c'est-à-dire le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et la valeur ajoutée. Ces deux indicateurs sont publiés chaque trimestre par l'Insee avec les chiffres détaillés du produit intérieur brut.

Attention toutefois : ces chiffres sont intéressants, mais ils appartiennent à la macroéconomie ; ils permettent de comprendre ce qui se passe au niveau du pays, ils n'expliquent pas ce qui se passe au niveau des entreprises considérées individuellement. Par exemple, entre 2003 et 2007, on a vu les résultats des entreprises du CAC 40 enregistrer des performances extraordinaires, alors que les grands indicateurs calculés par l'Insee (marge des entreprises, taux d'autofinancement, etc.) n'étaient pas très brillants.

'OUBLIEZ PAS ! Explication : les grandes entreprises, notamment celles qui appartiennent au CAC 40, réalisent maintenant plus de la moitié de leur chiffre d'affaires hors

N

de l’Hexagone. Leurs bénéfices sont réalisés pour l’essentiel à l’étranger et

ne peuvent être estimés à partir des seules statistiques nationales ; pour la

Bourse, la conjoncture doit être vue à l’échelle mondiale.

Chapitre 5 : Pourquoi les actions montent (et pourquoi elles baissent)

79

Les licenciements boursiers, réalité ou fantasme ?

Ce n’est pas la peine de nier l’évidence. Il faut Bourse. Faut-il pour autant parler de « licencie-voir la réalité en face : entre le capital et le ments boursiers » ? La réponse n’est pas aussi travail, ce n’est pas toujours la lune de miel ! évidente qu’il y paraît. Il est choquant qu’une L’histoire économique le montre : il y a des entreprise licencie alors qu’el e annonce des périodes où le partage de la valeur ajoutée bénéfices élevés, voire en hausse. Mais faut-il par les entreprises se fait plus au profit des attendre qu’el e voie ses bénéfices chuter ou salariés que des actionnaires, et inversement. disparaître pour prendre les mesures de réduc-Même si le capitalisme n’est pas « sauvage » tion des coûts qui lui permettraient de résister partout et si le dialogue social est une réalité à la concurrence ? Il est à craindre que, dans dans de nombreux pays, fondamentalement, les ce cas, les mesures prises soient encore plus rapports de force jouent un rôle déterminant. douloureuses. Bref, il peut y avoir matière à Si le chômage est élevé, si la concurrence est discussion.

rude, les salariés ne sont pas en situation de

négocier. Néanmoins, l’opposition n’est pas seu- L’observation attentive de la Bourse montre en lement entre salaires et profits. El e peut aussi tout cas une chose : si l’action d’une société exister entre la direction de l’entreprise et les baisse, les dirigeants ne doivent pas s’imaginer actionnaires, sur l’utilisation des profits : dans qu’ils la feront remonter à coup sûr en annon- quel e proportion doivent-ils être distribués aux çant des licenciements. Si l’entreprise a une actionnaires ou réinvestis dans l’entreprise ? stratégie claire, si, pour employer le langage des Cette batail e aussi peut être féroce !

marchés, el e offre une bonne « visibilité », une

tel e annonce pourra avoir un effet positif sur le

Il est clair que mieux l'entreprise maîtrise ses cours. Mais si les actionnaires ne comprennent coûts salariaux, plus les actionnaires peuvent pas la stratégie des dirigeants, s'ils ne voient espérer voir leur dividende augmenter. Il n'est pas où va l'entreprise, alors ces licenciements donc pas surprenant que l'annonce de plans ne seront considérés que comme un aveu sociaux soit souvent bien accueillie par la d'échec et la manœuvre manquera son but.

La grande peur de l'inflation… ou de la

déflation

La croissance n'est pas la seule variable à surveiller. Les actionnaires ont

une grande peur, commune à tous les épargnants : l'inflation. Entendons-

nous bien : quand on parle ici d'inflation, il s'agit de la vraie, pas de la hausse des prix qui s'arrête au prix de l'essence à la pompe ou au prix des légumes

frais. Celle-ci pèse évidemment sur le pouvoir d'achat, mais les véritables

problèmes commencent quand la hausse des prix gagne l'ensemble des

produits et des services et qu'elle s'installe dans la durée. Dans un premier

temps, les phases d'inflation ne sont pas défavorables à l'économie. Si l'on

a la certitude que ce qu'on a envie d'acheter vaudra plus cher demain, alors

il vaut mieux l'acheter aujourd'hui. Et comme tout le monde raisonne ainsi,

le commerce marche bien, la production augmente, etc. Mais, on le sait,

tout cela se termine généralement assez mal. Et même durant la phase de

douce euphorie où tout semble aller pour le mieux dans le meilleur des mondes, les actionnaires peuvent commencer à se faire du souci. Car, dans la course à la hausse des prix, les entreprises ne sortent pas toujours gagnantes. Le prix des biens intermédiaires qu'elles utilisent, les salaires, tout augmente souvent plus vite que leurs propres prix, et les marges s'en ressentent. Résultat : la hausse des prix appauvrit l'actionnaire. Dans les périodes d'inflation, seul s'enrichit celui qui emprunte pour investir, car les remboursements seront faciles.

Que faut-il alors à l'actionnaire ? Une inflation modérée, qui met de l'huile dans les rouages et permet une croissance soutenue de l'activité, sans emballement ni ralentissement brutal. Malheureusement, cela ne dure jamais très longtemps. L'actionnaire est condamné à vivre avec la crainte perpétuelle d'une accélération de l'inflation ou d'un fort ralentissement de l'activité. La navigation entre ces deux écueils détermine les variations au jour le jour.

La déflation est, en apparence, le contraire de l'inflation : les prix ont alors une tendance générale à baisser et, dans ce cas, le consommateur est incité à repousser ses achats, ce qui freine l'activité. *A priori*, on pourrait penser que c'est une bonne nouvelle pour l'épargnant. C'est exact, mais à une condition : que l'épargne soit sous la forme la plus liquide possible, en billets de banque, sur un compte à vue ou alors en obligations. Pour tous les autres

actifs, c’est une période de repli : on l’a vu au Japon dans les années 1990 et encore au début des années 2000. En période de déflation, la valeur des biens immobiliers recule et la Bourse baisse.

Heureusement, la déflation n’est pas le phénomène économique le plus courant. De même, les phases d’hyperinflation sont devenues rares dans les pays connaissant une relative stabilité politique dans un cadre démocratique. Mais les deux périls restent toujours présents dans les esprits et, si jamais les actionnaires venaient à les oublier, les banquiers centraux seraient là pour les ramener à la réalité. Car ce sont eux qui manient l’arme absolue : les taux d’intérêt.

La boussole des marchés : les taux d’intérêt

Si vous êtes réellement débutant en Bourse, faites un test : écoutez plusieurs jours durant les bulletins d’information consacrés à la Bourse. Non

seulement vous entendrez des commentaires sur les derniers chiffres de croissance ou d’inflation, mais vous serez à coup sûr mis au courant de ce qui se prépare à la Réserve fédérale des États-Unis ou à la Banque centrale européenne, les deux banques centrales qui comptent aujourd’hui le plus dans le monde.

Politique monétaire et taux à court terme

Les missions d'une banque centrale sont nombreuses et importantes : tout ce qui touche à la monnaie fiduciaire (les billets de banque) ou scripturale (sur les comptes bancaires) et au crédit est sous sa surveillance. Mais, du point de vue de l'actionnaire, sa fonction principale est de fixer les taux directeurs, c'est-à-dire les taux qu'elle pratique ou qu'elle cherche à obtenir par ses interventions sur le marché monétaire. Ainsi, c'est elle qui détermine le niveau des taux d'intérêt à court terme dans sa zone d'influence.

Les taux à court terme sont déterminants pour l'évolution de l'économie. Si la banque centrale ne redoute pas trop l'inflation, elle va les pousser à la baisse. Si les financiers estiment qu'elle a raison, c'est toute la gamme des taux d'intérêt, du court terme au long terme, qui va être orientée vers le plancher. Et, sauf cas exceptionnels (comme celui du Japon en déflation), des taux d'intérêt bas constituent un formidable stimulant pour l'économie. Si le crédit est peu cher et abondant, les particuliers vont pouvoir s'endetter pour acheter une maison, une voiture ou divers biens de consommation, les entreprises vont procéder à de nouveaux investissements et les marchés boursiers vont être bien orientés. C'est ce que l'on observe au début de chaque phase de reprise, comme en 2003 et 2004. Puis, progressivement, la croissance de l'activité et le rythme de hausse des prix accélérant, la

banque centrale commence à resserrer sa politique monétaire, autrement dit à relever ses taux directeurs, et on sent l'inquiétude monter à la Bourse. Quand la banque centrale estime que sa politique est assez restrictive, elle arrête de relever ses taux, elle attend, elle observe, et si, effectivement, les risques de surchauffe sont écartés, elle recommence à baisser ses taux et, progressivement, la Bourse reprend confiance.

Politique budgétaire et taux à long terme

En l'occurrence, le terme « confiance » est fondamental. Si la banque centrale est crédible, si les investisseurs estiment que sa politique monétaire est de nature à maîtriser les risques d'inflation, alors les taux à moyen et à long terme restent contenus ; si ce n'est pas le cas, malgré des taux à court terme bas, les taux à long terme se tendent.

D'autres acteurs économiques jouent aussi un rôle non négligeable : c'est notamment le cas des États. Si un gouvernement baisse beaucoup les impôts en gardant des dépenses élevées (ce qu'avait fait le président Reagan aux États-Unis dans les années 1980) ou s'il augmente beaucoup ses dépenses sans que les recettes suivent (ce que fit la gauche française en 1981), le déficit du budget augmente. Pour le financer, l'État doit émettre des emprunts. Plus il en émet, plus il risque d'avoir du mal à trouver des investisseurs prêts

à acheter ses titres et plus il est obligé d'offrir une rémunération élevée pour réussir à les placer. Des déficits budgétaires élevés vont souvent de pair avec des taux à long terme élevés, la crise grecque est venue nous le rappeler fin 2009 et dans les années suivantes. Comme toutes les règles, celle-ci comporte évidemment des exceptions ou des limites : par exemple, si une monnaie est très appréciée à l'étranger, le gouvernement peut se permettre quelques écarts, au moins pendant quelque temps, il trouvera des investisseurs intéressés par ses titres sans avoir à payer des intérêts trop élevés. En fait, plus on est puissant, plus on peut se permettre de fantaisies…

Un concentré d'informations : la courbe des taux

Une chose est sûre : les actionnaires n'aiment pas les taux d'intérêt élevés. Si les taux courts montent, c'est mauvais signe, parce que cela veut dire que la banque centrale va pratiquer une politique plus restrictive et que l'activité économique va ralentir. Quand on parle de pressions exercées par les marchés sur les banques centrales, il s'agit toujours de pressions pour faire baisser les taux, jamais pour les faire monter, même si cela est dans l'intérêt bien compris du pays et de son économie. Éventuellement, avec le recul, des analystes peuvent reprocher à une banque centrale de ne pas avoir été assez ferme à une époque donnée, mais, sur le moment, personne ne l'a sûrement

encouragée à relever ses taux directeurs. Un banquier central doit savoir que, s'il fait bien son métier, il sera forcément impopulaire. On ne peut pas serrer la vis et être aimé. C'est bien pour cela que, dans la plupart des pays, les banques centrales sont aujourd'hui indépendantes du pouvoir politique : si l'on veut une politique monétaire sérieuse, il ne faut pas la confier à quelqu'un qui devra un jour ou l'autre solliciter les suffrages des électeurs. Les taux longs élevés (pour simplifier, on n'est pas obligé de parler de taux à court terme ou à long terme, on peut employer les expressions plus ramassées de « taux courts » et « taux longs ») ne sont pas non plus très aimés des actionnaires. La concurrence entre les différentes formes de placement s'exerce, pour l'essentiel, par leur rendement. Si les emprunts d'État sont bien rémunérés, mieux vaut acheter des obligations, qui sont en théorie peu risquées, que des actions. De surcroît, des taux longs élevés

ne sont pas favorables à l'investissement des entreprises et donc à leur développement et à leurs bénéfices futurs.

Pour résumer toutes ces informations très demandées par les actionnaires, il existe un instrument très pratique : la courbe des taux. Sur un même graphique, vous mettez tous les taux, du court terme (au jour le jour, à une

semaine, à un mois, à trois mois, etc.) au long terme (selon les pays, vous pouvez inclure les taux à trente ans ou à cinquante ans, mais en allant jusqu'à dix ans, vous avez déjà l'essentiel des informations), et vous obtenez ainsi la courbe des taux. Si le taux au jour le jour est bas et le taux à dix ans un peu plus haut (par exemple avec un écart de 1,50 point de pourcentage – 150 points de base si l'on veut parler comme les professionnels ! – ou de 2 points – 200 points de base), on a une courbe normalement pentue, qui est plutôt de bon augure. Si le taux au jour le jour et le taux à dix ans sont peu séparés, on a une courbe des taux plate ; c'est généralement une situation transitoire. Enfin, quand les taux à long terme sont plus bas que les taux à court terme, on a une courbe inversée. Cela veut dire que la banque centrale est en train de donner un sérieux coup de frein en relevant ses taux directeurs et c'est généralement un assez mauvais signe pour la Bourse.

Une boussole à double usage

Le niveau des taux d'intérêt à long terme est suivi très attentivement par les investisseurs, qui font des arbitrages entre actions et obligations, et par les entreprises, qui peuvent être tentées de jouer la carte de l'endettement.

Pour les investisseurs : le calcul de la prime de risque

On l'a dit, les taux longs élevés ne sont pas bons pour les actions, pour de multiples raisons, la première étant la concurrence des obligations. Pour

attirer les investisseurs vers les actions, il faut leur assurer une rémunération plus élevée. La *prime de risque* mesure ce supplément de rémunération demandé.

En théorie, c'est très simple, il suffit de faire la comparaison entre la rentabilité attendue d'un placement en actions et le rendement d'une obligation d'État à dix ans. Dans la pratique, c'est un peu plus compliqué. Car, à partir des bénéfices qu'elle réalise, une entreprise ne se contente pas de verser un dividende à ses actionnaires : elle investit, elle se développe et, de ce fait, l'action prend normalement de la valeur avec le temps. On ne peut donc pas se contenter de faire la comparaison entre une action et son dividende d'un côté, et une obligation d'État et son coupon de l'autre. Le chiffre important, pour une action, c'est le bénéfice. Pour calculer la rentabilité attendue, c'est donc le bénéfice net par action qu'il faut rapporter au cours de l'action.

Tous ceux qui ont déjà parcouru une publication financière ont noté la référence constante à la notion de ratio cours/bénéfice, souvent désignée par son acronyme anglais PER, pour *Price Earning Ratio*. Ici, pour calculer la prime de risque, nous nous servirons du rapport inverse, le bénéfice sur cours, soit l'inverse du PER. Ainsi, à Paris, en janvier 2012, sur la base des estimations de bénéfices pour l'année en cours, on avait pour l'indice CAC

un PER de 9,1 %. En prenant le rapport inverse, on obtient une rentabilité attendue de 10,99 %, à comparer à un taux à dix ans de 3,04 %. La différence entre les deux chiffres fait ressortir une prime de risque de 7,95 %, plutôt élevée quand on sait qu'elle oscille en moyenne à Paris autour de 4 %. Compte tenu des secousses qui ont agité les marchés boursiers européens tout au long de 2011, ce chiffre n'est pas étonnant. Une prime de risque élevée est le signe d'une période d'incertitude : quand les investisseurs demandent une rémunération nettement plus forte sur les actions que sur les obligations, c'est qu'ils ont quelques craintes pour l'avenir. Mais arrive un moment où l'importance de cette prime atteint son but : les investisseurs sont attirés par les actions, le cours de celles-ci augmente et la prime de risque diminue. Quand elle tombe très bas, cela signifie que le risque n'est plus assez rémunéré, que les actions deviennent comparativement très chères et qu'un problème sur le marché risque de se poser. Par exemple, avec un taux à dix ans de 4 %, un PER élevé de 25 donne un rapport inverse de 4 %, ce qui signifie qu'il n'y a plus de prime de risque : les cours sont trop élevés et les actions n'offrent plus qu'une perspective de rentabilité faible ; ce n'est plus le moment d'acheter. La prime de risque est un indicateur à suivre : elle donne une idée générale de l'état du marché.

Nous aurons évidemment l’occasion de reparler du PER, que les boursiers utilisent en permanence.

Pour les dirigeants : la recherche de création de valeur

Depuis plusieurs années, une notion est très employée, c’est celle de la création de valeur pour l’actionnaire (en anglais SVA, *Shareholder Value Added*). Selon ses utilisateurs, le chef d’entreprise ne peut plus se contenter des notions classiques de chiffre d’affaires, de bénéfice et de bénéfice par action. Une entreprise peut en effet être bénéficiaire mais ne pas réussir à assurer une rémunération jugée satisfaisante de ses capitaux propres. Elle ne crée de la valeur que si elle réussit à dégager un résultat d’exploitation après impôt supérieur à ce qui est nécessaire pour rembourser ses créanciers et assurer la rémunération de ses actionnaires.

Présentées ainsi de façon très schématique, ces théories présentent un grand intérêt : elles constituent un puissant aiguillon pour que la direction de l’entreprise ne s’endorme pas sur ses lauriers, qu’elle soit sans cesse soucieuse de se concentrer sur les activités les plus rentables

économiquement et qu’elle n’envisage pas de diversification ou de croissance externe si elle n’est pas assurée d’un bon retour sur investissement.

En contrepartie, l’entreprise peut être amenée à trop se servir du levier de

l’endettement. En effet, nous l’avons vu, les fonds propres ont un coût (la rémunération des actionnaires) supérieur à celui des capitaux empruntés, puisque les actionnaires demandent normalement une prime de risque. Sous la pression de ces derniers, les entreprises peuvent être amenées à privilégier l’endettement, qui est en somme le financement le moins coûteux, pour accroître la rentabilité de leurs fonds propres. Mais cette recherche d’une meilleure rentabilité comptable, mesurée par le rapport entre le résultat net et les capitaux propres, ne doit pas faire oublier un fait essentiel : l’opération ne sera gagnante que si la rentabilité économique est au rendez-vous. Si, par malheur, cette dernière est inférieure au coût de l’endettement, l’entreprise se met en danger.

Il en est de même si, pour chercher précisément à créer de la valeur, les entreprises se séparent des actifs qui ne sont pas jugés nécessaires à l’exercice de leur activité et qui immobilisent des capitaux. L’amélioration de la rentabilité qui en résulte risque de n’être que temporaire.

Bref, la création de valeur pour l’actionnaire est incontestablement très stimulante, mais elle peut conduire à des excès dont les effets négatifs apparaissent en cas de difficultés. Cette recherche a sans aucun doute contribué, sous la pression des fonds de pension et des fonds d’investissement, à la forte montée des marchés boursiers à partir du milieu des années 1990. Avec la priorité donnée au désendettement sur la période

récente, on parle beaucoup moins de création de valeur…

Anticipation, spéculation et volatilité

Au total, quand on regarde tout ce qui peut faire monter ou descendre une action, on constate que la liste est impressionnante. Au-delà des événements particuliers qui sont susceptibles de marquer la vie d'une entreprise, il faut tenir compte de tous les facteurs économiques, sociaux et politiques qui peuvent avoir un impact sur le marché considéré dans son ensemble. Nous n'avons abordé dans ce chapitre que les points économiques fondamentaux, la croissance, l'inflation, les taux d'intérêt, parce que ce sont les incontournables, ceux auxquels on est sûr d'être confronté dans sa vie d'actionnaire.

Les facteurs politiques jouent aussi un rôle considérable. Une nette évolution est toutefois à signaler. Dans un monde de plus en plus ouvert aux mouvements de capitaux, la politique intérieure compte de moins en moins

et on peut voir que des élections importantes n'ont pratiquement aucun impact sur la Bourse. Ainsi, en 1981, la prime de risque était montée en France au niveau élevé de 7,7 % au moment de l'élection présidentielle, parce qu'il régnait une grande incertitude sur la politique économique qui serait menée selon que le prochain président serait Valéry Giscard d'Estaing ou

François Mitterrand. Vingt ans après, le décor était radicalement différent : l'élection présidentielle a eu beaucoup moins d'impact sur les marchés en 2002 que l'intervention des États-Unis et de leurs alliés en Irak en 2003.

Anticiper, ce n'est pas prédire

Mais, on l'aura compris, dans tous les cas de figure, ce qui compte pour les investisseurs, ce n'est pas l'événement du jour, ce sont les conséquences qu'il aura à un horizon de plusieurs semaines ou plusieurs mois. De ce point de vue, la Bourse est le royaume des anticipations. Ce qui ne veut pas dire que les boursiers sont des prophètes. La Bourse n'a pas toujours raison. Il lui arrive même souvent de se tromper. Pourtant, ses mouvements d'humeur ne sont pas à négliger, car certaines prévisions peuvent être autoréalisatrices : si les grands investisseurs, ceux qui font le marché, sont gagnés par le pessimisme et vendent, ils peuvent effectivement déclencher des réactions en chaîne qui conduiront à une perte de confiance, un recul des cours et, pour finir, un tassement de l'activité. Dans ce cas, le marché ne prévoit pas les catastrophes, il amplifie les difficultés, ce qui n'est pas exactement la même chose. Heureusement, au cours des dernières années, les reculs du marché n'ont pas tous été suivis par des récessions ou des crises. Ce qui conduit certains économistes à dire que le pouvoir de prédiction des marchés est nul.

Investir, c'est spéculer

Dans le vocabulaire courant, le terme « spéculateur » a toujours une

connotation négative. Le spéculateur, c'est celui qui profite de la misère du monde pour réaliser des achats à bon compte qui l'enrichiront demain ; c'est celui qui pousse les marchés jusqu'à des extrêmes, à la hausse comme à la baisse, dans son seul intérêt, sans se soucier des conséquences que cela aura sur le reste de l'économie. Le spéculateur est antipathique, par nature et par définition. Aucun d'entre nous ne saurait avoir une quelconque ressemblance avec ce genre de personnage.

Et, pourtant, quand on y regarde de plus près, d'une certaine façon, tout le monde spécule. Si l'on revient aux origines latines du mot et au sens qu'il avait

au début en français, spéculer, c'est d'abord observer, puis se livrer à des considérations théoriques (nous ne tiendrons pas compte ici de la confusion qu'il y a eu à une époque avec le mot de bas latin *spiculator*, qui signifiait « bourreau » !). Et c'est bien ce que chacun fait en Bourse : observer ce qui se

passe, en tirer des conclusions, et agir en conséquence. Franchement, nous n'avons jamais vu des gens acheter des actions sans penser qu'elles avaient de fortes chances de monter à plus ou moins brève échéance…

La rumeur, signal d'alerte parfois efficace :

l’« affaire » de la Société Générale

En janvier 2008, l’humeur est morose sur le de grands indices boursiers européens. Facture marché de Paris comme sur toutes les places de l’opération : 4,9 mil iards d’euros.

financières. La crise des *subprimes*, ces fameux

crédits hypothécaires américains à risques, Dans la foulée, la banque annonce également a fait des ravages, notamment sur les titres des pertes supérieures à 2 mil iards d’euros sur des établissements bancaires que l’on peut les dérivés de crédit américains, confirmant soupçonner d’avoir enregistré des pertes net- ainsi les craintes. À cette annonce, le titre recule tement plus élevées que cel es qui ont été déjà encore de plus de 4 % ce jeudi-là, mais c’est officiel ement annoncées. La Société Générale, peu par rapport à ce qui a été déjà provoqué par connue pour être très active sur les marchés les rumeurs. Encore faut-il souligner que ce qui concernés par la crise, fait partie des établis- motive surtout ce dernier recul, c’est l’annonce sements les plus surveillés. Après avoir touché d’une augmentation de capital de 5,5 mil iards un plus-haut à 162 € en mai 2007, son cours est d’euros : plus de titres Société Générale sur le tombé en dessous de 95 € à la mi-janvier 2008. marché, cela signifie une baisse du bénéfice par action, s’il en reste un (ce qui est le cas).

Le vendredi 18, il chute de 8,2 %. Des rumeurs

circulent selon lesquel es il se passerait quelque Les rumeurs, cette fois, étaient bien fondées : chose de grave. Faute de précisions, tout le il se passait effectivement quelque chose à monde pense à de nouvelles dépréciations la Société Générale, même si ce n’était pas d’actifs. Le lundi 21, nouvel e chute de 8 % et, exactement ce que l’on imaginait. C’est tout le après une pause le mardi, baisse de 4,1 % le problème des rumeurs : il faut s’en méfier (ceux mercredi 23. Et pourtant, ce n’est que le lende- qui les lancent sont rarement désintéressés), main que le président Daniel Bouton annonce mais el es ne font parfois que précéder une que la banque a été victime d’agissements nouvel e officiel e. Et ce qui est vrai pour les frauduleux d’un de ses traders et qu’el e a dû entreprises l’est aussi au niveau du marché dénouer dans l’urgence et à perte des positions pris dans son ensemble (rumeurs d’intervention massives accumulées sur les marchés à terme d’une banque

centrale, par exemple).

Il y a des périodes où, effectivement, beaucoup d'investisseurs se comportent en spéculateurs, dans le mauvais sens du terme : ce sont les périodes de bulle, comme on en a connu sur les valeurs internet à la fin des

années 1990, comme on en a vu ensuite sur l'or, les matières premières, le pétrole, etc.

La logique de ces bulles, elle aussi, a fait l'objet de nombreuses études. Toutes ne se ressemblent pas, mais on retrouve quelques constantes. Au départ, des anticipations fondées sur des analyses ou des raisonnements économiques tout à fait justes. Puis la machine s'emballe. Ceux qui montent alors dans le train de la hausse se doutent bien que cela a de fortes chances de mal se terminer, mais ils se disent qu'il y a de l'argent à gagner et qu'eux seront assez habiles pour sauter du train juste avant qu'il ne déraille. Malheureusement, tous les boursiers vous le diront, le plus dur, sur les marchés, c'est le timing. On peut souvent prévoir des changements de tendance, des retournements de marché, mais on ne sait jamais exactement quand ces événements se produiront…

Investir au bon moment

Pour gagner de l'argent en Bourse, il faut savoir faire deux choses : acheter

et vendre au bon moment, la seconde étant d'ailleurs beaucoup plus difficile que la première.

Compte tenu de ses liens avec l'économie et les taux d'intérêt, la Bourse connaît des cycles. Le problème est qu'on ne sait souvent qu'après les événements à quel moment du cycle on se situait exactement à telle date. Mais, très schématiquement, on peut indiquer comme suit le déroulement classique d'un cycle :

1. Quand les taux d'intérêt sont bas et que l'activité est faible, on peut prévoir que l'économie va prochainement redémarrer et que les entreprises seront en meilleure position pour accroître leurs bénéfices. C'est le moment de commencer à revenir en Bourse.

2. Effectivement, l'activité repart et progressivement les taux d'intérêt remontent. Cette phase est très favorable à la Bourse. Elle peut durer trois ou quatre ans, avec des paliers, voire des retours en arrière : la Bourse ne monte jamais de façon linéaire.

3. Ensuite, les autorités monétaires commencent à s'inquiéter des tensions possibles sur les prix ; les taux à court terme arrivent à des niveaux élevés. Si l'on est prudent, on doit commencer à alléger son portefeuille d'actions et amorcer un report sur des placements monétaires, pour profiter des taux à court terme élevés et sans risques.

4. Comme cela était prévisible, l'activité fléchit, les perspectives de profit des

entreprises faiblissent, la Bourse se montre hésitante. On continue à réduire le poids des actions dans son portefeuille en s'orientant cette fois sur les obligations, qui offrent de hauts rendements.

Chapitre 5 : Pourquoi les actions montent (et pourquoi elles baissent)

89

5. La croissance mollit, la banque centrale commence à baisser ses taux d'intérêt, les produits monétaires deviennent progressivement moins intéressants. En revanche, comme les taux à long terme baissent aussi, les obligations à haut rendement achetées précédemment prennent de la valeur.

6. On arrive en bas de cycle, on s'allège encore sur les produits monétaires, qui n'offrent plus qu'un rendement modeste, on prend son profit sur les obligations, qui atteignent à ce moment-là leur valeur maximale, on commence à se reporter sur les actions et le cycle repart.

Dans la réalité, on s'aperçoit que les choses ne sont pas aussi simples. Beaucoup d'événements peuvent venir perturber ce bel ordonnancement. De toute façon, ce cycle qui s'étend sur plusieurs années ne se déroule jamais sans hésitations, sans périodes d'accélération ou de ralentissement. Mais il est important de toujours essayer de se situer dans une perspective à long terme et de prendre ses repères par rapport au cycle économique et à la politique menée par les banques centrales.

Enfin, au-delà des grands mouvements du marché pris dans son ensemble, il faut suivre les fluctuations des valeurs auxquelles on s'intéresse. Toutes les actions n'ont pas le même comportement : certaines sont plus ou moins sensibles aux aléas de la conjoncture, d'autres ont une tendance générale à monter ou à baisser plus fortement que le marché. Ce comportement des titres se mesure d'ailleurs par des indices dits de « volatilité » dont nous aurons l'occasion de reparler plus en détail.

Mais, avant d'apprendre toutes les techniques qui permettent de bien gérer un portefeuille et d'obtenir les meilleures performances possibles, il faut terminer ce b. a.-ba du marché par un point essentiel : comment faire pour passer un ordre en Bourse ?

Les agences de notation :

rien à voir avec la Bourse, en théorie

Plus personne ne peut ignorer l'existence des français, Standard & Poor's en a tiré les consé-

agences de notation depuis la crise de la dette quences et a dégradé aussi Crédit agricole SA, souveraine en Europe et les rafales de baisse BPCE et Société générale, les notes des grandes des notes attribuées à la Grèce, à l'Italie, à banques dépendant, entre autres, du soutien l'Espagne, etc., et même à la France, à laquel e que peut éventuel ement leur apporter l'État.

Standard & Poor's a retiré son AAA. A priori, Le jour même, Natixis (filiale de BPCE) a perdu cela ne concerne pas les actions, dans la 3,5 %, Crédit

agricole SA un peu plus de 4 % et mesure où le rôle de ces agences est de noter Société générale 5,4 %. Explication avancée les emprunts émis par les entreprises (c'est leur par les professionnels : les titres bancaires tâche la plus importante, le cœur de leur métier) avaient beaucoup monté au cours des jours et aussi par les États. L'équivalent des notes, précédents et les investisseurs ont profité du pour les actions, ce sont les recommandations prétexte fourni par le communiqué de Standard fournies par les analystes financiers, générale- & Poor's pour prendre leur profit.

ment rattachés à une banque d'investissement,

parfois indépendants, qui conseillent de vendre, D'une façon générale, on constate que les chande s'al éger, d'accumuler ou d'acheter.

gements de note des agences sont accueil is

de façon très différente selon le contexte

Pourtant, quand une agence de notation relève boursier. Même si les explications données par ou abaisse la note d'un émetteur coté en Bourse, les agences n'apportent aucune information cela peut avoir une répercussion sur le cours vraiment nouvelle, elles peuvent être utilisées de l'action. Par exemple, en janvier 2012, après comme argument pour faire bouger le marché, avoir enlevé le AAA accordé à la dette de l'État comme dans notre exemple.

Chapitre 6

Comment passer un ordre

en Bourse

Dans ce chapitre :

- Choisir un intermédiaire et ouvrir un compte titres
- Choisir un type de compte
- Savoir lire la cote

▸ Bien choisir son type d’ordre

P our vous, les choses commencent à paraître claires : à quoi sert la Bourse, comment elle fonctionne, ce qu’on peut y gagner (ou y perdre). Maintenant, vous vous dites qu’il serait bien de sortir de la théorie et de passer aux travaux pratiques. Parfait ! Eh bien, allons-y, passons à l’action !

Où faut-il ouvrir un compte ?

La première question à se poser est très simple : comment faire, à qui s’adresser ? En fait, pour un investisseur du xxie siècle, cela revient à se demander : à quel site internet dois-je me connecter ?

Première solution : sa banque habituelle

Pendant longtemps, cela a été la seule solution pour beaucoup de gens. Il y avait deux catégories : l’épargnant moyen qui allait à sa banque passer ses ordres et l’épargnant plus fortuné qui, lui, avait son agent de change. L’agent de change avait deux particularités : d’abord, les frais y étaient moins élevés que dans les banques (les banques n’ayant pas elles-mêmes un accès direct à la Bourse, elles passaient par un agent de change ; en faisant transiter vos

ordres de Bourse par votre banque, vous vous condamniez à rémunérer deux intermédiaires), et vous trouviez chez lui des interlocuteurs ayant une réelle connaissance de la Bourse.

Les choses ont changé. D'abord, vous n'allez plus passer vos ordres à la banque, vous ne lui écrivez plus pour cela ; vous ne lui téléphonez même plus, sauf pour des ordres très spécifiques. Si vous êtes un peu rétro, vous avez utilisé votre Minitel jusqu'au bout (le 30 juin 2012, c'est terminé). Mais, plus probablement, vous faites comme tout le monde aujourd'hui : vous passez vos ordres en utilisant le service internet de votre banque.

Seconde solution : avoir recours aux

services d'un courtier en ligne

Il s'agit d'entreprises d'investissement spécialisées qui proposent aux particuliers d'héberger leur portefeuille à un coût moindre que les établissements bancaires classiques et dans un environnement plus favorable : des sites internet orientés exclusivement vers les marchés, avec des informations financières, des forums de discussion, etc. Ces courtiers en ligne peuvent dépendre d'établissements bancaires classiques (Boursorama, qui a été racheté par la Société Générale, Cortal Consors, qui fait partie du groupe BNP Paribas, BforBank, créé par les caisses régionales du Crédit Agricole, etc.) ou de groupes spécifiquement orientés vers l'intermédiation financière comme le groupe Viel, par exemple, avec son courtier Bourse Direct, etc.

Quelle solution choisir ?

En réalité, il n’y a pas de solution unique. Tout dépend de ce que vous souhaitez faire et de votre activité en Bourse. Les banques ont un inconvénient : elles sont généralement plus chères. C’est encore vrai pour la commission à payer pour chaque opération faite en Bourse, malgré une très nette tendance à la baisse des tarifs au cours des dernières années, sous la pression de la concurrence ; c’est surtout vrai pour les droits de garde, que vous paierez chaque année et qui dépendent à la fois de l’importance de votre portefeuille et du nombre de lignes qu’il contient. L’avantage : la relation avec votre banquier est un tout. Ce dernier fait ses comptes : il sait tout ce que vous faites avec lui, quels produits d’épargne vous avez chez lui, combien vous lui faites gagner chaque année. Si vous êtes un bon client, autrement dit un client « rentable », il peut vous faire une fleur de temps en temps. Dans cette perspective, cela peut être un bon calcul que de gérer ses actions par l’intermédiaire de sa banque habituelle.

Chapitre 6 : Comment passer un ordre en Bourse

93

Le courtier en ligne s’imposera pourtant dans de nombreux cas, surtout si vous êtes un actionnaire actif. Choisir son courtier n’est pas simple : chacun a sa grille tarifaire, qui n’est pas exactement comparable à celle des autres. Quelques éléments de repère existent tout de même. Par exemple, beaucoup

de courtiers ne prennent pas de droits de garde ; ils vous offrent un abonnement gratuit à leurs services, mais à la condition que vous passiez un nombre minimal d'ordres par mois ou que vous déposiez sur votre compte titres un montant minimal. Quant aux commissions qui sont prélevées sur chaque ordre passé, le calcul est généralement fait en pourcentage du montant de l'ordre, avec un tarif minimal qui s'applique aux ordres d'un faible montant. Le pourcentage retenu dépend très souvent du nombre d'ordres que vous passez dans l'année : si vous êtes un investisseur très actif et si vous passez au moins un ordre par jour, vous avez de fortes chances de pouvoir travailler avec des frais de courtage très faibles.

Quelques ordres de grandeur : il n'est pas trop difficile d'obtenir de sa banque des frais de courtage de l'ordre de 0,6 % du montant de l'ordre passé ;

chez les courtiers en ligne, on peut trouver facilement des frais de courtage de 0,3 % ou 0,4 %. Si vous avez bien choisi votre courtier et si vous êtes vraiment très actif, vous pouvez espérer descendre encore plus bas. Mais, attention, votre courtier ne vous accorde des tarifs aussi avantageux que si vous lui assurez un volume d'affaires important, qui se mesure selon les cas en nombre ou en montant de transactions par mois ; si vous ne remplissez pas votre contrat, vous perdrez le bénéfice de l'abonnement mensuel gratuit et votre courtier pourra même, le cas échéant, vous demander une

indemnité compensatrice. Pour les investisseurs peu actifs mais disposant d'un portefeuille d'un montant déjà élevé, des courtiers peuvent proposer des transactions gratuites. Là encore, attention : en cas de dépassement du nombre de transactions mensuelles prévues, celles-ci s'effectuent à un tarif relativement élevé. Il ne faut pas vous tromper quand vous choisissez votre contrat : en fonction du montant et du nombre d'ordres que vous envisagez de passer, le contrat dont un collègue ou un ami vous a vanté les qualités peut ne pas correspondre à vos besoins. Prenez le temps de faire vos calculs. Enfin, un dernier conseil : en ce domaine comme en d'autres, le moins cher n'est pas forcément le meilleur. Évidemment, il faut profiter de la concurrence

très forte qui règne dans ce secteur pour obtenir le meilleur tarif, mais d'autres éléments peuvent et doivent guider votre travail de sélection : le bon fonctionnement du site informatique, la qualité des informations disponibles, l'accès à des analyses financières et à des outils d'aide à la décision.

Quel type de compte faut-il ouvrir ?

Si vous avez choisi de passer par votre banque habituelle, il n'y a aucun problème : dès l'instant où vous avez déjà un compte à vue, l'ouverture d'un compte titres associé se fait automatiquement, sans formalité particulière. Vous pouvez toutefois demander l'ouverture d'un deuxième compte si vous

souhaitez que les sommes affectées à la gestion de votre portefeuille-titres ne se mélangent pas aux liquidités de votre compte à vue usuel. Si vous voulez passer par un courtier en ligne, vous devrez ouvrir un compte titres spécifique auquel vous accéderez exclusivement par Internet. Mais, quel que soit l'intermédiaire par lequel vous passerez – votre banque ou un courtier en ligne –, vous devrez choisir entre un compte titres ordinaire ou un PEA (plan d'épargne en actions). Comme ce choix repose pour l'essentiel sur des considérations fiscales, cela nous amène à anticiper un peu la question de l'imposition des gains boursiers, que nous étudierons plus loin en détail.

Le compte titres ordinaire

Il présente de grands avantages. Sur ce compte, vous pouvez faire ce que vous voulez. Vous achetez et vendez des actions ou des obligations. Si vous le souhaitez, vous pouvez même mettre des produits plus complexes comme les options ou les warrants. Vous pouvez acheter n'importe quelle sicav ou n'importe quel FCP. Si vous avez envie de ne pas prendre de risques pendant quelque temps, vous pouvez placer cet argent sur des sicav ou des FCP monétaires. Et si vous avez besoin d'argent pour faire face à des dépenses urgentes, vous pouvez vendre tout ou partie de ce qu'il y a sur ce compte à tout moment. Bref, le compte titres ordinaire, c'est la liberté absolue.

Évidemment, la liberté a un prix : la fiscalité. Sur un compte titres ordinaire,

on est imposé « plein pot » sur tous ses gains boursiers, dividendes et plus-values. Du coup, on peut être tenté de regarder s'il n'y a pas un moyen d'échapper à la rigueur du fisc. Et ce moyen existe.

Le PEA, plan d'épargne en actions

Le législateur a créé ce plan pour encourager les Français à contribuer au développement des entreprises nationales en achetant des actions. Il en est toujours ainsi : les cadeaux fiscaux ne sont jamais distribués sans un but plus ou moins explicite ; il s'agit toujours d'attirer l'épargne là où on le souhaite. Dans le cadre du PEA, les gains en Bourse ne sont soumis à aucun impôt, à l'exception des cotisations sociales qui s'appliquent à tous les revenus, sans distinction. Une fois ces cotisations acquittées, vous pouvez disposer de vos gains ; ils vous sont acquis définitivement.

Chapitre 6 : Comment passer un ordre en Bourse

95

Mais ces dispositions généreuses ont une contrepartie. L'argent mis sur un PEA doit être bloqué au moins cinq ans pour que le titulaire du compte profite pleinement de tous les avantages fiscaux. Ce qui est d'ailleurs assez normal : il n'est pas question d'encourager les gens à faire des « coups » en Bourse, il s'agit de les inciter à placer leur argent dans les entreprises de façon durable. Si l'on ouvre un PEA, on doit savoir qu'on en prend au moins

pour cinq ans. Il vaut mieux avoir bien réfléchi avant.

Autre désagrément : puisque c'est un plan destiné à soutenir l'investissement en actions, il n'est pas question d'y mettre d'autres produits. Dans un PEA, on ne peut mettre que des actions et des titres qui leur sont liés (bons de souscription, droits d'attribution, etc.). On peut y mettre des sicav ou des FCP, mais il faut qu'ils soient spécialement conçus pour le PEA, avec au moins

75 % d'actions françaises ou de pays appartenant à l'Union européenne (plus la Norvège et l'Islande). Et, dans un PEA, il n'est pas question de s'amuser avec des options ou des warrants : ces produits purement spéculatifs en sont bannis.

Que faut-il choisir ?

Même si le PEA n'est plus aussi intéressant qu'avant du fait de la hausse des prélèvements sociaux et de la disparition de l'avoir fiscal (voir le chapitre 16 consacré à la fiscalité), il conserve encore un certain attrait. Avec un PEA, on achète et on vend comme on l'entend sans avoir à se soucier de la fiscalité. De toute façon, en principe, quand on achète des actions, on sait qu'on s'engage pour une durée assez longue, qui se mesurera en années. Alors, pourquoi ne pas le faire dans le cadre d'un PEA ?

Et puis, si vous avez envie d'acheter des titres qui ne sont pas admis dans un PEA (on parle alors de « titres non éligibles au PEA »), rien ne vous empêche

de le faire sur un compte ordinaire : avoir un PEA ne vous interdit pas d'intervenir en Bourse dans un autre cadre. C'est même indispensable si l'on veut jouer sur toute la gamme des produits.

En résumé : il est conseillé d'avoir à la fois un compte titres ordinaire et un PEA. Cependant, il faut avoir bien conscience qu'un plan d'épargne engage pour plusieurs années.

Quel genre de client êtes-vous ?

Vous avez envie de gagner de l'argent sur les deux des trois critères suivants : une moyenne marchés. Votre intermédiaire financier l'a bien de dix transactions de montant « significatif »

compris mais, par malchance pour vous, il est par trimestre au cours des douze mois précé-

peu scrupuleux et n'hésite pas à vous conseil er dents, une valeur du portefeuil e dépassant des opérations hasardeuses : qu'el es se ter- les 500 000 €, l'exercice d'une activité dans le minent bien ou mal n'est pas son problème, de secteur financier depuis au moins un an. Si le toutes les manières il touchera sa commission. non-professionnel souhaite accéder au statut En théorie, on ne devrait plus voir cela. Depuis de professionnel, il faut qu'il le demande à son l'entrée en vigueur, le 1er novembre 2007, intermédiaire, qui peut le refuser s'il estime que de la directive européenne sur les marchés les critères ne sont pas remplis.

d'instruments financiers, les relations entre le

client investisseur et son intermédiaire finan- Le non-professionnel bénéficie du plus haut cier obéissent à des règles assez strictes. Le degré de protection offert par la directive. En client doit être mieux informé afin qu'il puisse principe, la convention de compte qui sera mesurer pleinement les

conséquences de ses passée avec son intermédiaire ne lui accorde la investissements.

possibilité d'intervenir que sur des instruments

« non complexes ». Pour des opérations réputées

Désormais, la clientèle est segmentée en complexes et risquées, comme les options ou deux catégories : les professionnels et les les contrats d'échange (les « swaps », comme non-professionnels. *A priori*, le particulier qui disent les anglophones), il faudra obtenir l'ac-ouvre un compte titres est considéré comme cord préalable de son intermédiaire et conclure non professionnel. Pour avoir le statut de avec lui une convention spéciale. Il en est de professionnel, il faut qu'il remplisse au moins même pour les opérations dans le cadre du SRD.

Apprendre à lire la cote

Une fois son compte ouvert, il faut choisir les titres que l'on va acheter.

Les méthodes de sélection sont diverses et variées, nous le verrons ultérieurement, mais, dans tous les cas de figure, à la base, il faut toujours pratiquer le même exercice : la lecture de la cote. De la même façon qu'on lit une cote des véhicules d'occasion pour savoir à quel prix on peut acheter ou vendre telle ou telle voiture, on lit la cote des valeurs pour savoir combien vaut maintenant telle ou telle action que l'on souhaiterait faire entrer dans son portefeuille ou que, au contraire, on souhaiterait céder. La cote, c'est le livre de chevet du boursier !

Chapitre 6 : Comment passer un ordre en Bourse

La référence, c’est la cote officielle, publiée chaque jour en version électronique par Euronext (pour les marchés qu’elle gère). Mais pratiquement aucun investisseur individuel ne la voit. Les cours, on les consulte sur Internet, dans son quotidien et, le week-end, dans son hebdomadaire financier favori. De toute façon, la cote officielle est réduite à son minimum : la publication des cours du jour, avec le premier et le dernier cours, le plus-haut et le plus-bas de la séance, le montant du dernier dividende versé et la date de versement. Pour un boursier, ces seules indications sont nettement insuffisantes. Les cotes enrichies des hebdomadaires financiers contiennent beaucoup plus d’informations, du moins pour les sociétés les plus importantes. Et les sites internet permettent l’accès à une palette de marchés et de valeurs très large.

Le classement

Pour repérer une valeur, il faut d’abord savoir sur quel marché elle est cotée. Si l’on prend la cote d’un hebdomadaire financier, on aura d’abord la cote des valeurs admises au SRD, puis celle du nouveau SRD des valeurs moyennes et l’Eurolist, qui donne les cours de toutes les autres valeurs admises sur le marché officiel. Ensuite, on trouve les actions étrangères cotées à Paris, avec une distinction entre celles qui appartiennent à la zone euro et les autres, les ETF ou trackers (nous aurons l’occasion de revenir sur ces nouveaux

produits), la cote des valeurs admises sur Alternext et sur le marché libre, les droits et les bons (dont nous parlerons aussi), les obligations convertibles ou échangeables, les obligations classiques, les titres participatifs, le compartiment spécial (où l'on classe les titres de capital, les titres de créances, les bons et les droits des sociétés en règlement judiciaire) et enfin les principales valeurs étrangères non cotées à Paris selon leur place de cotation (New York, Tokyo, etc.).

Dans chaque marché, les valeurs sont classées selon l'ordre alphabétique. La Bourse de Paris avait autrefois adopté un classement par secteurs d'activité. Celui-ci a disparu ; il est simplement rappelé à titre indicatif pour chaque valeur de l'Eurolist à quel secteur elle appartient.

Après le nom de chaque valeur figure un code composé de deux lettres et de dix chiffres. C'est le code ISIN (International Securities Identification Number), qui a remplacé le code Sicovam dont les anciens boursiers se souviennent sans doute. Ce code assez lourd permet d'effectuer les transactions informatiques sans le moindre doute sur le titre que l'on négocie : pour une même société, des codes différents sont attribués aux actions, aux obligations, aux droits de souscription, etc. Par exemple, à côté du nom Accor, première valeur du SRD par ordre alphabétique, on trouve le code FR0000120404, dont les lettres indiquent qu'il s'agit d'une société

française : les neuf premiers chiffres sont des caractères alphanumériques

(permettant de représenter un nom par des chiffres) et le dernier est une clé de contrôle. Pour ceux qui connaissaient les codes Sicovam par cœur, le changement a été brutal…

Heureusement, pour ceux qui n'ont pas envie d'essayer de retenir les codes ISIN, il a été prévu des codes dits « mnémoniques » (ou « mnémo », en abrégé), beaucoup plus simples, car composés de seulement deux, trois ou quatre lettres ; ces codes mnémoniques sont en général indiqués juste après le code ISIN. Ainsi, pour reprendre l'exemple d'Accor, après le code ISIN, on trouve les deux lettres *A* et *C* : c'est simple et pratique.

Ajoutons que l'informatique n'a pas que des inconvénients : elle offre aussi certaines facilités. Ainsi, si vous voulez trouver des informations sur le titre Accor ou si vous voulez passer un ordre d'achat, vous n'avez pas besoin d'aller chercher le code ISIN, il vous suffit de taper « AC », si vous vous souvenez du code mnémo, ou tout simplement « Accor », et la machine ira vous chercher ce que vous voulez. En cas de doute, par exemple pour une valeur qui a plusieurs titres cotés, la recherche conduira à une sélection de deux ou trois titres ; il ne vous restera plus qu'à cliquer sur celui qui vous intéresse.

Le secteur d’activité et le compartiment de

cotation

Toujours dans notre exemple Accor, on peut trouver aussi le nombre 5 753. Il indique dans quel secteur intervient cette société. Dans ce cas précis, cela ne vous apporte rien : vous saviez déjà que Accor faisait partie du secteur hôtelier. Mais il y des cas où cette mention constitue une information utile et, surtout, le classement fait par Euronext permet de comparer les performances d’entreprises appartenant au même secteur. Si l’on s’intéresse à un secteur, autant choisir les entreprises qui y obtiennent les meilleurs résultats. Le classement Euronext comprend quatre niveaux : d’abord dix industries (code 5000, services aux consommateurs, dans notre exemple), puis dix-neuf super secteurs (5700, voyage et loisirs dans notre cas), quarante et un secteurs (ici 5750, voyage et loisirs, comme pour le super secteur, mais les libellés diffèrent dans les industries plus diversifiées) et enfin cent quatorze sous-secteurs (ici 5753, hôtels). Pour les valeurs de l’Eurolist, il est également précisé si elles appartiennent au compartiment A (plus de 1 milliard d’euros de capitalisation boursière), B (entre 150 millions et 1 milliard d’euros) ou C (moins de 150 millions d’euros).

Le nombre de titres

C’est une information également très utile : connaissant le nombre d’actions composant le capital de la société et le cours de l’action, on peut alors calculer la capitalisation boursière de l’entreprise, c’est-à-dire sa valeur en Bourse. Mais, attention, le chiffre indiqué à cet endroit ne comprend que les titres correspondant à cette ligne de cotation ; il ne comprend pas les titres cotés sur une autre ligne, par exemple les actions nouvelles cotées sur une ligne à part (on peut avoir ainsi une action Accor cotée au SRD et une action Accor nouvelle que l’on trouve à part sur l’Eurolist).

L’indice

Il est précisé à quel indice calculé par Euronext appartient la valeur considérée. Dans notre exemple, on voit qu’Accor entre dans le calcul du CAC 40 alors que la valeur suivante, Aéroports de Paris, entre dans la SBF 120

et que Air France-KLM se trouve dans le CAC Next 20.

La clôture de l’exercice, le dividende

La plupart des entreprises ont un exercice comptable qui coïncide avec l’année civile : elles arrêtent leurs comptes au 31 décembre de chaque année. Mais, pour diverses raisons qui tiennent à leur histoire, certaines entreprises ont un exercice « à cheval », qui se poursuit au-delà du 31 décembre pour s’arrêter à un autre moment de l’année. Ainsi, en poursuivant la lecture de la

cote du SRD, on arrive à Alstom, de l'exercice duquel la date de clôture est le 31 mars**.**

Le montant et la date de versement du dernier dividende sont indiqués. Il est précisé aussi si le versement en question correspond à un acompte, au solde, au total ou s'il s'agit d'un dividende extraordinaire.

Le cas échéant, il est indiqué si le titre considéré est ou a été l'objet d'une opération particulière (OPA ou OPE, augmentation ou réduction de capital, etc.). Par exemple, on peut encore voir en janvier 2012 pour le titre Bourbon qu'une action gratuite pour dix détenues a été distribuée le 10 juin 2011 ; ce rappel est important puisqu'il nous signale qu'à cette date le cours a été « ajusté » pour tenir compte du fait qu'il y avait à partir de ce moment plus d'actions Bourbon en circulation. Ces indications disparaissent au bout d'un certain temps ou sont remplacées par une autre plus récente.

Après toutes ces informations concernant le titre lui-même, vous trouvez toutes celles concernant sa cotation : le dernier cours, le cours de la veille (dans un quotidien) ou celui du même jour de la semaine précédente (dans

un hebdomadaire), les plus-hauts et plus-bas de la journée ou de la semaine, la variation en pourcentage depuis le début de l'année et sur l'année glissante (sur les cinquante-deux dernières semaines). Un indicateur à ne pas négliger

non plus : le volume de transactions. Une hausse ou une baisse sensible du cours d'une valeur s'accompagnant d'une augmentation soudaine du nombre de titres échangés, en l'absence de toute information officielle, laisse présager que quelque chose de positif ou de négatif est en train de se préparer concernant cette valeur ; c'est un signal d'alerte.

Ensuite, dans une cote enrichie, figurent toute une série d'indications concernant le bilan de la société : actif net comptable total et par action, ratio de dettes sur fonds propres. Nous préciserons toutes ces notions quand nous parlerons des chiffres à surveiller. De même, on trouve des indications concernant le chiffre d'affaires et le résultat net, avec le rappel du dernier connu et les prévisions pour les deux années suivantes. La valeur d'entreprise (somme de la capitalisation boursière et de la dette) rapportée au chiffre d'affaires permet de comparer la valorisation de plusieurs entreprises entre elles.

Le PER indique si une valeur est chère par rapport aux autres à un moment donné ; sa variation dans le temps est aussi une information très utile.

Une cote bien faite peut également donner des estimations concernant les prochains dividendes. La comparaison entre le dividende attendu et le cours du titre donne son rendement estimé, indication particulièrement recherchée par les gérants de capitaux. Quand on gère un portefeuille dans une optique

très spéculative, très « court termiste », on recherche surtout les actions qui ont des chances de monter très vite et on se préoccupe assez peu du dividende. Quand on gère un portefeuille de façon plus conservatrice, en « bon père de famille », la notion de rendement devient primordiale.

Comment passer un ordre en Bourse

Comme partout, le diable est dans les détails. La meilleure des stratégies boursières peut être mise à mal par une mauvaise mise en œuvre. Un ordre d'achat ou de vente mal formulé ou passé au mauvais moment, et c'est une partie des gains attendus qui s'envole. Passer un ordre n'est pas très compliqué, mais cela demande un minimum d'attention.

Bien lire le carnet d'ordres

Le cours d'une action exprime un équilibre temporaire entre le prix que sont prêts à mettre ceux qui veulent acheter cette action et le prix auquel ceux qui

détiennent cette action acceptent de la céder. Ce prix peut varier très vite : si l'on annonce une bonne ou une mauvaise nouvelle concernant la Bourse dans son ensemble ou l'action que l'on envisage de négocier, celle-ci peut gagner ou perdre plusieurs points de pourcentage en quelques minutes. Juste avant de passer son ordre d'achat ou de vente, il faut donc bien vérifier qu'il

n’y a pas eu de variation brutale des cours et que la décision que l’on a prise d’acheter ou de vendre est toujours opportune. Ensuite, il faut libeller son ordre de façon à obtenir le meilleur prix possible.

L’informatique est très utile, car elle permet à l’investisseur d’avoir toutes les informations nécessaires pour prendre sa décision en connaissance de cause.

Une fois que l’on a sélectionné une valeur et demandé à passer un ordre, on voit apparaître sur l’écran diverses indications : le dernier cours enregistré sur cette valeur, le plus-haut et le plus-bas de la séance, le nombre de titres échangés, le pourcentage de variation du cours depuis le début de la séance et celui du CAC 40, ce qui permet de voir comment cette valeur se comporte par rapport au reste du marché.

Enfin, sur un écran bien conçu, apparaît le plus important : le carnet d’ordres. On peut voir à l’achat comme à la vente les cinq ou dix meilleures propositions en attente d’exécution. Si l’on veut avoir une chance de voir son ordre exécuté – et dans de bonnes conditions –, il faut tenir compte de ces indications.

Supposons par exemple qu’une action vienne d’être cotée 50 €. La majorité des acheteurs propose un prix égal ou légèrement inférieur au dernier cours : seulement 100 titres sont demandés à 50,10 €, 800 titres sont demandés à

50 €, 600 à 49,90 €. Suivent quelques demandes moins généreuses : pour 100 titres à 49,80 €, 40 titres à 49,70 €. Du côté des offres, les prix proposés sont évidemment plus élevés et l'ordre des propositions est inversé. Des ordres de vente ont été enregistrés à 50,20 €, pour 10 titres. Puis les prix demandés montent : 300 titres à 50,30 €, 820 à 50,40 €, 40 à 50,50 € et enfin 400 à 50,60 €.

Si je veux acheter 200 titres, il faudra que je propose 50,30 €. À ce prix-là, j'obtiendrai les 10 titres à 50,20 €, cela va de soi puisque je propose encore mieux, et 190 des 300 titres en vente précisément à 50,30 €.

Si, à l'inverse, je suis vendeur de 200 titres, la meilleure chose que je puisse faire est de demander 50 €. À ce prix, mon offre rencontrera celle des 100 titres pour lesquels les acheteurs étaient prêts à débourser 50,10 € et permettra de satisfaire une partie de ceux qui étaient prêts à acheter 800 titres à 50 €.

On notera au passage que, dans cet exemple, si je suis vendeur, mon offre stabilisera le titre à son niveau antérieur alors que, si je suis acheteur, elle le tirera vers le haut. Chaque offre ou demande de titres fait ainsi décaler les cours dans un sens ou dans l'autre tout au long de la séance. C'est pourquoi il est impératif de bien surveiller le carnet d'ordres jusqu'à la dernière seconde avant de passer son ordre.

Les différents types d'ordre

Pour savoir quel ordre passer et quelles en seront les conséquences potentielles, il est nécessaire de comprendre les particularités de chacun.

L'ordre au marché, le plus simple… et le plus dangereux

Dans la plupart des ouvrages sur la Bourse, il est dit pis que pendre de l'ordre au marché, trop dangereux, tout juste bon pour les nuls. La réalité est plus nuancée : l'ordre au marché n'a pas que des inconvénients ; il a aussi ses avantages. Le tout est de l'utiliser à bon escient.

Son avantage principal ? Il est prioritaire sur tous les autres ordres et donc il a de grandes chances d'être exécuté. Pour ceux qui ont déjà eu l'occasion de s'intéresser à la Bourse dans le passé, rappelons que l'ordre au marché s'est appelé, selon les périodes, « ordre au mieux » ou « ordre à tout prix ». Cette dernière appellation avait le mérite d'être particulièrement claire : avec l'ordre au marché, si vous êtes à l'achat, tous les titres disponibles sur le marché vous seront attribués en priorité pour satisfaire votre demande, quel que soit le prix demandé. Il en est de même à la vente. Ce système est très commode : vous voulez absolument mettre tout de suite une valeur en portefeuille parce que vous pensez que son cours va bientôt décoller ou, à l'inverse, vous commencez à vous inquiéter pour une valeur et vous voulez vous en débarrasser à tout prix tout de suite ; avec l'ordre au marché, vous

êtes pratiquement certain d'être exaucé. L'inconvénient est évidemment que vous prenez le risque d'acheter trop cher ou de vendre à un prix de braderie. Cet inconvénient doit toutefois être relativisé. Si vous achetez ou vendez quelques dizaines de titres des valeurs qui pèsent le plus lourd dans l'indice CAC 40, celles qui s'échangent à raison de plusieurs centaines de milliers voire de plusieurs millions de titres par jour, vous ne risquez pas de mauvaise surprise. Un simple particulier qui passe un ordre de quelques milliers d'euros peut utiliser sans crainte l'ordre au marché s'il s'agit de Total, de BNP Paribas, de Sanofi-Aventis, d'Axa ou d'autres poids lourds de la cote. En revanche, il est certain que ce type d'ordre doit être évité pour les valeurs dont seulement quelques dizaines ou quelques centaines de titres sont échangés chaque jour : dans ce cas, on risque effectivement de voir son ordre exécuté à plusieurs niveaux de prix très différents, avec éventuellement de très gros écarts. Si vous passez un ordre au marché pour

l'achat de 100 titres d'une valeur qui a un marché étroit, vous risquez d'en avoir, par exemple, 50 à 20 €, 30 à 20,50 €, 10 à 21 € et 10 enfin à 22 €, soit un écart de 10 % entre vos titres les plus chers et les moins chers ; le prix moyen de votre ligne de titres s'établira en fait à 20,45 €. Encore faut-il souligner

que nous n’avons pas pris un exemple trop défavorable, en supposant que vous

ayez pu être servi pour moitié au prix le plus bas.

’OUBLIEZ PAS ! Précision : si l’ordre au marché est passé à l’ouverture, il est exécuté tout de suite si la contrepartie existe ; sinon, il n’est exécuté que partiellement et

N

reste inscrit en carnet pour le reste de la journée ou les suivantes. Si l’ordre arrive en cours de séance, il est exécuté au fur et à mesure de l’arrivée de contreparties, dans l’ordre chronologique. Autrement dit, un ordre au marché trop important passé sur un marché étroit pourrait ne pas être totalement exécuté avant plusieurs jours, avec le risque de décalages de cours significatifs. Il est vraiment impératif pour ce type d’ordre de bien vérifier sur son écran qu’on l’a passé avec une validité limitée à la journée.

L’ordre au prix du marché (ou à la meilleure limite), faussement séduisant

À première vue, cet ordre semble tout à fait intéressant : là non plus, vous ne définissez pas le cours auquel vous voulez vendre ou acheter, vous confiez à l’ordinateur le soin d’aller chercher le cours le plus bas si vous êtes acheteur ou le cours le plus haut, si vous êtes vendeur. Avoir l’assurance d’effectuer sa transaction dans les meilleures conditions du moment, c’est fantastique,

non ? Ce serait effectivement fantastique si c'était vraiment le cas. Mais ça ne l'est pas. Car cet ordre n'est pas prioritaire. Il passe après les ordres au marché et les ordres à cours limité. Par exemple, vous avez vu sur le carnet d'ordres que des vendeurs proposaient les actions que vous voulez acheter à 20 € et 20,10 € pour les deux premiers ordres les plus intéressants. Avec votre ordre à la meilleure limite, vous pensez avoir les titres à 20 €. Manque de chance, des ordres au marché et des ordres à cours limité passent devant vous pour ces titres à 20 € et 20,10 €. Vous n'avez droit qu'aux titres suivants, proposés à 20,20 €. Mais si vous avez demandé 100 titres et qu'il ne se présente que 50 titres à 20,20 €, vous devrez attendre pour les 50 autres titres que des ordres de vente à 20,20 € ou moins se présentent, car, dès l'instant où votre ordre a été partiellement exécuté, il est transformé en ordre à cours limité à 20,20 €. Et si plus aucune offre ne se présente à ce prix ou en dessous, votre ordre ne pourra être totalement exécuté. Si vous passez votre ordre à l'ouverture du marché, il est automatiquement transformé en ordre à cours limité au cours d'ouverture, et si cette limite n'est plus touchée il risque de ne pas être exécuté.

Bref, c'est un type d'ordre qui risque d'apporter des déceptions et ne peut en fin de compte être conseillé que pour les valeurs très liquides, au marché très étoffé, pour lesquelles il y a peu de risques d'avoir de mauvaises surprises.

L’ordre à cours limité, celui qui évite les désagréments

L’ordre à cours limité est l’instrument préféré des vrais boursiers, car il évite les mauvaises surprises, y compris sur les marchés étroits ou dans les périodes de forte volatilité des cours. Au moment de passer votre ordre, vous indiquez un prix minimal si vous êtes à la vente ou un prix maximal si vous êtes à l’achat. Tant que le cours sur le marché reste inférieur à la limite pour la vente ou supérieur à la limite pour l’achat, l’ordre n’est pas exécuté. Si le cours arrive juste à la limite, l’ordre sera exécuté « à cours touché », si le nombre de titres proposés en face est suffisant.

L’inconvénient est évidemment que cet ordre peut ne pas être exécuté si le cours ne vient pas s’inscrire à l’intérieur de la limite fixée. Si vraiment on veut obtenir ces titres ou s’en débarrasser, on a toujours la solution de choisir une limite large qui a de fortes chances d’être atteinte, ou alors de passer un ordre au marché. Mais quand on passe un ordre à cours limité, c’est bien parce qu’on préfère ne pas obtenir ces titres ou ne pas les vendre plutôt que de les obtenir ou de les vendre à un prix qu’on juge peu intéressant. Il faut savoir ce que l’on veut !

’OUBLIEZ PAS ! L’ordre à cours limité s’impose pour les petites et les moyennes valeurs, qui ont un marché étroit, pour lesquelles quelques ordres inhabituellement

N

importants peuvent suffire à faire fortement bouger les cours. Et même pour les grandes valeurs, celles qui ont un marché profond et liquide, il est un instrument très utile pour éviter les mauvaises surprises dans les périodes de forte volatilité. Et, dans tous les cas, c'est ce type d'ordre qu'utilisent ceux qui adoptent une gestion très active de leur portefeuille boursier et chercheront à multiplier les petits gains obtenus par des opérations d'achat et de vente réalisées dans des délais courts ; quand on cherche ainsi à profiter des écarts de cours, même modestes, qui peuvent se produire dans une journée ou une semaine, il est impératif de passer des ordres très rigoureusement limités.

Une précision : quand on passe un ordre à cours limité, il faut éviter les chiffres ronds, si l'on veut se donner un maximum de chances de voir son cours exécuté. Si vous voulez des actions à 100 € au maximum, passez votre ordre à cours limité à 100,01 ou 100,02 € : vous passerez devant ceux qui ont limité leur offre à 100 € tout ronds sans pour autant payer un prix excessivement plus élevé.

Chapitre 6 : Comment passer un ordre en Bourse

105

Le défi du trading haute fréquence

Même si vous ne suivez pas encore de très près effectuée sur cent cinquante-quatre ordres la Bourse, vous avez sûrement entendu parler lancés… Sur

Euronext Paris, on a pu ainsi du *high frequency trading* (HFT) ou trading enregistrer six cents messages en une seconde haute fréquence. De quoi s'agit-il ? De multi- portant sur une seule valeur, avec un temps tudes d'ordres passés par des professionnels minimum de 7 millionièmes de seconde entre en un temps très court selon des procédures deux messages d'un même intervenant et la automatisées, suivant des algorithmes (suites plus courte durée de vie d'un ordre (le temps d'instructions) différents selon le but recher- écoulé entre le moment où il a été lancé et celui ché et la stratégie suivie. En quelques années, où il a été annulé avant exécution) est de 25

cette technique s'est développée à un rythme millionièmes de seconde…

foudroyant, au point qu'on a un peu de mal à

mesurer exactement quel e est son importance. Le développement de ces techniques pose On estime que le HFT représente entre 50 % et évidemment de nombreux problèmes. Compte 60 % des transactions aux États-Unis et 30 à 35 tenu du coût élevé des moyens techniques mis

% en Europe. Mais ces chiffres sont peut-être en œuvre, le marché risque d'être rapidement déjà obsolètes. En tout cas, il pèse d'un poids dominé par quelques intervenants de poids tel dans les transactions qu'il a incité Euronext (c'est déjà le cas !) et les algorithmes utilisés à instal er ses ordinateurs près de Londres, peuvent conduire à des manipulations de là où sont localisés en Europe la majorité des marché : par exemple envoyer une multitude donneurs d'ordres, pour gagner quelques d'ordres de vente (annulés en majeure partie mil ionièmes de seconde sur le temps d'ache- avant leur exécution) à des cours limités de minement de ces ordres et être plus compétitif. plus en plus bas, puis passer à l'achat. De surcroît, les interactions entre les algorithmes

Les programmes mis au point par les mathémati- des divers intervenants peuvent conduire à ciens des sociétés d'investissement permettent des mouvements imprévisibles sur le marché.

d'annuler ou de modifier automatiquement les

ordres lancés avant leur exécution en fonction Les régulateurs des marchés surveil ent ces de paramètres établis à l'avance. À tel point que développements et échangent leurs observa-le pourcentage d'ordres exécutés ne dépasse tions. Mais pour l'instant, rien n'est vraiment pas en moyenne 1 à 5 %. Selon un exemple cité venu entraver le développement du HFT.

par l'AMF, un intervenant aurait entré quinze Il y a une question que l'on ne peut s'empêcher mil ions d'ordres sur les valeurs du CAC 40 en de se poser : quel e place va-t-il rester à l'ac-avril 2010 et une seule transaction aurait été tionnaire individuel dans cet univers ?

L'ordre à déclenchement, pour s'adapter aux humeurs du

marché

Vous avez observé les graphiques retraçant le parcours récent d'une valeur.

Vous pensez que, si elle franchit à la hausse le seuil des 100 €, elle a des

chances d'aller très vite jusqu'à 110 € ; si tout se passe bien, vous avez la

possibilité de réaliser un gain intéressant en peu de temps. Le problème :

vous n'êtes pas sûr du tout que cela va se produire et vous n'avez pas envie

d'acheter ces titres et de les garder en portefeuille « au cas où… ». Une

solution s'impose alors : avoir recours à l'ordre à seuil de déclenchement,

appelé aussi ordre stop. Vous passez un ordre au seuil de 100 €, qui ne se

déclenchera que si le cours de 100 € est atteint ou dépassé. S'il ne se passe

rien sur cette valeur, votre ordre d'achat ne sera pas exécuté ; en revanche,

si effectivement il se produit un mouvement de hausse, votre ordre à seuil de

déclenchement vous aura permis de sauter dans le train en marche tant qu'il en était encore temps.

Inversement, vous avez une action qui vaut un peu plus de 100 €, vous estimez que si elle passe en dessous de ce seuil, la chute peut se poursuivre très vite vers 90 €. Vous voulez vous mettre à l'abri de ce risque ou, si ce mouvement se produit, vous espérez vendre vos titres à 100 € et les racheter à 90 €. Vous avez alors la solution de passer un ordre de vente à seuil de déclenchement à 100 €. Il ne sera exécuté que si, effectivement, le titre commence à baisser et passe le seuil de 100 €.

Il y a toutefois un problème : une fois que le seuil retenu est atteint et que l'ordre se déclenche, il se transforme en ordre au marché. Pour reprendre les exemples précédents, s'il n'y a pas les contreparties suffisantes pour que votre ordre soit exécuté totalement à 100 €, il se peut que vous vous retrouviez acheteur de titres à 103 € ou 104 €, ou vendeur à 97 € ou 96 €, alors que, à ces niveaux, vous n'auriez pas souhaité réaliser l'opération.

Pour l'éviter, vous avez l'ordre à plage de déclenchement : il vous permet de fixer un seuil à partir duquel il se déclenchera et un autre seuil à partir duquel il sera désactivé, seuil maximal dans le sens de l'achat, minimal dans le sens de la vente. Dans notre exemple, vous pouvez décider que vos achats commenceront à 100 € mais s'arrêteront à 103 € ou que vos ventes

commenceront à 100 € mais ne pourront s’effectuer à moins de 97 €.

Une précision : à l’ouverture, seuls sont enregistrés les ordres d’achat ou de vente dont le seuil de déclenchement est supérieur ou inférieur au cours de clôture de la veille. En cours de journée, la prise en compte de l’ordre est faite en référence au cours enregistré au moment du passage de l’ordre.

Notre conseil : l’ordre à seuil de déclenchement sera utilisé de préférence sur les marchés très liquides, où il a des chances d’être exécuté dans de bonnes conditions ; l’ordre à plage de déclenchement sera utilisé sur les marchés plus étroits, où le risque est grand de voir son ordre exécuté dans des conditions médiocres. L’ordre à déclenchement en général (à plage ou à seuil) est le type même d’ordre que l’on peut passer sans en demander l’exécution le jour même. Il est d’autant plus intéressant qu’il n’influence pas le marché, puisqu’il n’apparaît pas sur le carnet d’ordres : si les autres investisseurs savaient que quelqu’un est prêt à acheter plus cher que le

cours présent ou à vendre moins cher, ils iraient tout de suite chercher cette contrepartie.

À quel moment faut-il passer ses ordres ?

En théorie, on peut passer ses ordres de Bourse À 9 heures, l’ordinateur d’Euronext confronte à n’importe quel e heure du jour ou de la nuit. tous les

ordres et détermine le cours d’ou-S’il n’y a pas de cotation à ce moment-là, l’ordre verture. Ensuite, jusqu’à 17 h 30, le marché sera stocké jusqu’à la réouverture du marché. fonctionne en continu. À 17 h 30, l’ordinateur Dans la pratique, il est conseil é de ne pas passer suspend la cotation tout en accumulant les son ordre à n’importe quel moment.

ordres jusqu’à 17 h 35, heure à laquel e une

Pour les valeurs qui ne sont pas cotées en nouvel e cotation établit le dernier cours de continu et font l’objet de fixages (11 h 30 et la journée. Ensuite, pendant cinq minutes, 16 h 30 pour l’Eurolist, 15 heures pour le marché jusqu’à 17 h 40, a lieu une phase de négociation libre, 15 h 30 pour Alternext), il est conseil é au dernier cours. L’expérience prouve que le d’attendre les toutes dernières minutes avant marché est particulièrement animé pendant les le fixage, voire les dernières secondes (mais premières heures de la matinée puis, souvent, attention à ne pas arriver trop tard !) pour en milieu d’après-midi, après l’ouverture de Wal bénéficier des informations les plus récentes Street à 15 h 30, parfois même dès 14 h 30 si une sur le carnet d’ordres.

statistique américaine a été publiée. Pendant

les heures creuses, au moment du déjeuner, le

Sur le marché en continu, la journée commence manque de contreparties peut provoquer des par une pré-ouverture de 7 h 15 à 9 heures : les décalages de cours intéressants. Mais, pour ordres s’accumulent sans qu’aucune transac- en profiter, il faut passer sa journée devant tion n’intervienne, mais des cours indicatifs son ordinateur…

commencent à être transmis par Euronext.

Des ordres plus rusés, pour utiliser au mieux les services

de votre courtier

Ce que nous venons de voir sont les ordres de base, ceux que vous pouvez

passer quel que soit votre intermédiaire financier. Mais si vous utilisez les services d'un courtier en ligne, vous pourrez aussi passer des ordres un peu plus complexes, qui sont une combinaison de plusieurs ordres classiques. Chaque courtier donne des noms particuliers aux ordres qu'il propose ainsi à ses clients, mais ce sont toujours les mêmes techniques que l'on retrouve, à quelques nuances près.

Comme vous le verrez, ces ordres sont adaptés à une gestion active de son portefeuille ; ils conviennent particulièrement à ceux qui effectuent des allers-retours rapides sur le marché.

✓ L'**ordre séquentiel**, en deux parties. Cette technique permet de lancer en même temps les deux étapes du processus d'achat et de vente.

Prenons un exemple : un titre est dans une phase d'hésitation – il oscille autour de 100 € -, vous pensez qu'il peut baisser un peu mais qu'il a de fortes chances de rebondir ensuite. Vous passez en même temps un ordre d'achat à cours limité, à 95 €, et un ordre de vente à cours limité à 110 €. Si votre ordre d'achat ne peut être exécuté, l'ordre de vente n'est évidemment pas déclenché ; mais s'il est exécuté, l'ordre de vente est automatiquement transmis au marché et, si tout se passe comme vous l'avez prévu, votre aller-retour est effectué à votre profit à partir d'un

seul ordre. Si vous n'êtes pas tout à fait sûr d'avoir raison en prévoyant une remontée du titre, vous pouvez adopter une autre tactique et vous protéger contre le risque d'une chute en accompagnant votre ordre d'achat d'un ordre stop, en l'occurrence une vente à 92 €. Dans ce cas également, vous aurez tout organisé en passant un seul ordre. Dans un cas comme dans l'autre, on parle d'ordre séquentiel, parce que l'opération se déroule en deux temps et que le deuxième ne peut arriver qu'après le premier.

✓ L'**ordre alternatif** se fait aussi en deux parties, mais les deux parties sont lancées simultanément et seule l'une des deux est exécutée. Vous avez en portefeuille une action qui vaut 100 €. Vous estimez qu'elle a de fortes chances de monter à 110 €, mais vous ne pouvez pas exclure qu'elle rechute jusqu'à 90 € et cela annulerait tous vos gains car vous l'avez acquise à ce prix. Alors vous placez un ordre alternatif : d'un côté, une vente à cours limité à 110 € pour miser sur la hausse ; de l'autre côté, un ordre stop à 95 € pour vendre le titre avant qu'il ne tombe trop bas. Ou vous gagnez avec la première partie de votre ordre, ou vous limitez votre perte avec la seconde mais, dans tous les cas, une seule partie de l'ordre sera exécutée. C'est pour cette raison que l'on parle d'ordre alternatif.

✓ Encore plus fort : l'**ordre triple**. Il combine en fait l'ordre alternatif précédent avec un ordre d'achat. Vous n'avez pas encore en portefeuille cette action dont vous pensez qu'elle peut monter. Vous passez un ordre d'achat à cours limité à 100 €. Et vous enregistrez un ordre alternatif semblable à celui que nous venons de voir : vente à cours limité à 110 € pour le cas où le titre monte effectivement ou vente à seuil de déclenchement à 95 € pour le cas où la situation évolue moins favorablement que vous ne l'espérez. Cet ordre alternatif se déclenche automatiquement dès l'instant où l'ordre d'achat a pu être exécuté.

Chapitre 6 : Comment passer un ordre en Bourse

109

Un nouveau type d'ordre peut vous être proposé, c'est l'**ordre indexé ou suiveur**. Il s'assimile à un ordre à seuil de déclenchement, à cela près que dans ce cas, le seuil est mobile et suit les variations du marché. Par exemple, vous êtes gagnant avec un titre coté actuellement à 100 € et vous souhaitez vous prémunir contre une baisse éventuelle, mais cela vous ennuie de passer à côté d'une hausse possible. Vous pouvez passer un ordre de vente qui limiterait la perte à 5 € ou 5 % (selon les courtiers, vous pouvez avoir un écart exprimé en valeur absolue ou en pourcentage ou choisir l'une des deux possibilités). Dans notre cas, ce sera 95 €, que l'on calcule en valeur ou en pourcentage, si le titre ne monte pas au-dessus de 100 €. Mais si, par

chance, le titre monte jusqu'à 110 €, alors votre nouveau seuil de vente passe à 105 € dans le cas d'un intervalle exprimé en euros ou à 104,5 € dans le cas d'un intervalle de 5 %. Si après ce passage à 110 €, le titre prend le chemin de

la baisse, votre ordre sera exécuté à ce prix. Non seulement vous aurez pu préserver vos gains antérieurs, mais vous les aurez améliorés en obtenant un prix de vente supérieur à celui qui était enregistré au moment où vous avez passé votre ordre. Astucieux, non ?

Le même processus peut se réaliser à l'achat. Vous passez votre ordre indexé avec un écart de 5 € ou 5 % par exemple au-dessus du prix du moment. Si le titre baisse, votre ordre n'est pas exécuté ; il ne l'est que lorsque le titre repart à la hausse. Si le titre est à 100 € et descend ensuite à 90 €, l'ordre d'achat n'est exécuté que lorsque le titre remonte à 95 € (écart en euros) ou 94,5 € (écart en pourcentage).

Certains courtiers peuvent aussi vous proposer de profiter de la nouvelle organisation des marchés et de passer votre ordre là où ce sera le plus profitable pour vous : sur le marché réglementé NYSE Euronext ou sur une des nouvelles plates-formes électroniques (SMN, systèmes multilatéraux de négociation) ou encore en interne, sur l'internalisateur systématique de l'établissement financier auquel votre courtier appartient. Ce type d'ordre, dit « à la meilleure place », vous permet, à prix de vente ou d'achat égal, de

bénéficier de frais de transactions moins élevés.

Vous pourrez peut-être découvrir encore d'autres nouveautés sur le site de votre courtier. Mais avec ce qui vient d'être dit, vous connaissez déjà tout ce qui est nécessaire pour passer des ordres de la façon la plus appropriée.

La validité des ordres de Bourse

Un ordre de Bourse peut être passé avec la mention « Validité ce jour ». Mais il peut aussi être passé avec la mention « Validité jusqu'à *telle date* ». Une autre possibilité existe avec l'ordre dit « à révocation ». Ce dernier ordre, sauf avis de révocation de votre part, peut rester valable durant une période assez longue : jusqu'à la fin du mois boursier au SRD (Service à règlement

différé), jusqu'à la fin du mois civil pour les valeurs achetées ou vendues au comptant.

Cette possibilité de « laisser traîner » un ordre (comme les pêcheurs laissent traîner leurs filets) est certes utile, mais il ne faut pas en abuser : au bout d'un certain temps, on risque d'oublier qu'on a donné un ordre et que cet ordre est toujours valable. Cela peut être la source de quelques désagréments. Pour éviter des surprises et des risques de contentieux, la durée de validité des ordres est laissée à l'appréciation des intermédiaires boursiers : ce qu'ils acceptent est précisé dans la convention de compte passée avec le client.

L’exécution des ordres de Bourse

Lorsque votre ordre a été exécuté, votre intermédiaire vous envoie un *avis d’opéré* (ou *compte rendu d’opération*) qui doit être posté dès le lendemain. Dès le moment où vous avez reçu cet avis, vous avez deux jours pour procéder à une éventuelle réclamation.

Lorsque votre ordre a été exécuté de façon fragmentée, plusieurs opérations ayant dû être effectuées à des prix différents, le compte rendu envoyé par votre intermédiaire ne donne l’indication que du prix moyen. Mais vous pouvez obtenir le détail des opérations sur simple demande.

Voilà. Maintenant, vous savez tout. Ou, plus exactement, vous avez toutes les notions de base. Il ne vous reste plus qu’à les utiliser à bon escient.

La gestion d’un portefeuille boursier est un art dans lequel la pratique et l’expérience comptent beaucoup. Mais, en appliquant quelques règles de base, on peut éviter les erreurs que commettent souvent les débutants. Ce sont ces règles que nous allons voir dans les prochains chapitres.

Troisième partie

Comment gérer

son portefeuille

Dans cette partie…

V ous avez lu les chapitres précédents, vous vous dites que la Bourse, en fin de compte, ce n’est pas si compliqué. Vous avez raison, mais cela va tout de même se

corser un peu. Disons, pour parodier le permis de conduire, que vous connaissez votre code, que vous commencez à comprendre à quoi sert chaque manette et comment on

passe les vitesses. C’est bien, mais il vous manque encore le plus important, à savoir la mise en œuvre pratique de ce savoir théorique : bien piloter votre épargne, choisir la bonne trajectoire, freiner ou accélérer au bon moment. Ensemble, nous allons voir maintenant les différentes techniques de gestion qui permettent de prendre les bonnes décisions au bon moment.

Chapitre 7

Faire les bons choix avec l’analyse fondamentale

Dans ce chapitre :

- Les comptes de l’entreprise
- Les nouvelles normes comptables
- Les repères utiles

*L*es Boursiers se considèrent comme des gens très sérieux et n’aiment pas être comparés à des joueurs de loterie, qui comptent sur la chance, ou des parieurs hippiques, qui comptent un peu sur leurs connaissances et beaucoup sur des « tuyaux ». Et pourtant, il faut le reconnaître, la chasse aux tuyaux reste un sport très prisé dans le monde de la finance, même si chacun sait (ou devrait savoir) qu’elle est risquée. C’est pourquoi l’investisseur boursier doit être quelqu’un de très curieux, à l’esprit toujours en alerte, mais qui se fie plus aux informations sûres et vérifiables qu’aux confidences ou aux « potins », qu’ils circulent de bouche à oreille ou sur Internet. Quant à la chance, même les meilleurs boursiers admettent qu’elle joue un rôle

non négligeable dans leurs succès ou leurs échecs. Mais la chance arrive rarement toute seule. Il faut savoir l'aider.

Les éléments qui peuvent influer sur la Bourse sont tellement nombreux qu'on ne peut pas prétendre les prévoir tous. Personne ne peut dire avec certitude : la Bourse en général ou tel titre en particulier va monter dans les prochains mois. En revanche, il est toujours possible de réduire la part d'incertitude en suivant avec attention l'évolution de l'économie et en étudiant très attentivement toutes les informations disponibles sur les valeurs qui nous intéressent. Cette façon de sélectionner les actions que l'on compte mettre en portefeuille s'appelle l'« analyse fondamentale ». Ce terme est suffisamment clair pour qu'il ne soit pas nécessaire de consacrer beaucoup de temps à le définir.

Il s'agit en somme de regarder les « fondamentaux » de l'entreprise, c'est-à-dire les principaux chiffres ou ratios permettant de juger de son état de santé, qu'il s'agisse de son chiffre d'affaires, de ses bénéfices, de son endettement, etc., et de les comparer à ceux des entreprises qui interviennent dans le même secteur ou à sa périphérie, en France ou à l'étranger. En fonction de l'évolution d'ensemble de l'économie, on en déduit qu'il faut investir dans ce secteur ou, au contraire, en rester à l'écart et,

parmi les valeurs qui le composent, porter en priorité son choix sur celles dont les fondamentaux sont les meilleurs. Dans ce chapitre, nous allons donc passer en revue les chiffres et les ratios qui sont particulièrement suivis par les analystes financiers parce qu'ils peuvent laisser espérer un beau parcours boursier de la société considérée ou au contraire faire craindre une baisse, voire une chute, de son cours.

Les comptes de l'entreprise

Nos amis anglais et américains sont très logiques en qualifiant de *public* les entreprises cotées en Bourse et de *private* toutes celles qui ne le sont pas. Car la principale contrainte imposée aux entreprises qui veulent entrer en Bourse, c'est précisément l'obligation de rendre publiques à intervalles réguliers un certain nombre d'informations sur leur activité, leurs résultats, leurs projets. C'est d'ailleurs ce qui dissuade les propriétaires de certaines entreprises d'aller en Bourse : ils refusent ces contraintes d'information et préfèrent continuer à travailler dans l'ombre, sans rendre de comptes à qui que ce soit.

Pour l'investisseur boursier, la publication des ces informations constitue une garantie importante : en principe, si ces comptes sont honnêtes et sincères (c'est pour cela qu'ils doivent être certifiés par des commissaires aux comptes), il doit avoir une vue globale de la santé de l'entreprise dans laquelle il a investi ; il doit constamment savoir si on s'oriente vers une

hausse ou vers une baisse du bénéfice et, le cas échéant, dans quelles proportions et avec quelle probabilité. On note d'ailleurs que ce sont ces informations qui font bouger la Bourse. Celle-ci réagit évidemment très vite aux principaux événements politiques ou économiques, nationaux ou internationaux, mais elle réagit encore plus vigoureusement aux chiffres publiés par les entreprises elles-mêmes. Il ne faut jamais l'oublier : le moteur de la Bourse, c'est le profit.

L'investisseur doit donc faire l'effort d'assimiler un minimum de connaissances théoriques, de façon à pouvoir lire et comprendre les documents publiés par les entreprises et les commentaires qui en sont faits par les analystes financiers et les journalistes. Nous allons passer en revue les notions absolument incontournables, celles dont on ne peut pas

se passer. Vous allez le voir : ce n'est pas sorcier. L'effort à fournir n'est pas si considérable que cela et, après, quand on s'aperçoit qu'on comprend parfaitement les informations communiquées par les entreprises et qu'on voit tout de suite les conclusions qu'il faut en tirer pour la gestion de son portefeuille, on en éprouve une certaine satisfaction. C'est bien de lire – et éventuellement de suivre – les conseils des experts, c'est encore mieux de

pouvoir se forger soi-même sa propre opinion.

La cascade du compte de résultat

La cascade dont nous allons parler est un peu particulière : on part d'un gros volume, le chiffre d'affaires, et plus on descend, plus le volume se réduit pour aboutir à un chiffre qui peut être modeste (voire négatif) : le résultat net. Suivre toutes les étapes de cette descente est nécessaire si l'on veut vraiment comprendre ce qui se passe dans l'entreprise.

Le chiffre d'affaires

Ce n'est pas la donnée qui intéresse le plus les investisseurs. Une entreprise ne présente d'intérêt pour eux que si elle réalise des bénéfices et verse un dividende. Il peut y avoir cependant des exceptions à cette règle. Par exemple, une jeune entreprise en pleine croissance peut avoir besoin, pour assurer son développement, de réinvestir tout l'argent gagné et préférera alors ne pas verser de dividende ; les actionnaires l'accepteront s'ils voient que cette stratégie est effectivement gagnante, que l'argent est réinvesti à bon escient, que l'entreprise grandit et que leurs actions prennent de la valeur. La croissance annuelle du chiffre d'affaires est alors un des principaux indicateurs du développement de l'entreprise.

D'une façon générale, une entreprise qui réalise un gros chiffre d'affaires n'est pas forcément plus intéressante qu'une petite société qui en publie un

beaucoup plus modeste. Tout dépend de la rentabilité de l'entreprise. On connaît la blague du patron qui raconte partout qu'il perd de l'argent sur chaque unité produite, mais se rattrape sur le volume. Bien évidemment, c'est stupide. Si on perd sur chaque unité vendue, plus on vend, plus on perd. Le volume permet en revanche de gagner beaucoup en se contentant d'une marge faible. Et il y a des secteurs où il est absolument nécessaire d'atteindre une certaine taille critique. Il est fréquent d'entendre un chef d'entreprise dire que, dans son métier, ou dans chacun de ses métiers si l'entreprise a une activité diversifiée, il veut être parmi les trois premiers, voire le premier, car on considère souvent qu'il y a une « prime au leader » : celui qui domine le marché peut imposer ses produits et ses prix.

Le chiffre d'affaires considéré isolément n'est donc d'aucune utilité. Il commence à être intéressant si on le compare à celui d'autres d'entreprises du même secteur ou si l'on peut juger de son évolution dans le temps.

Dans ce dernier cas, ce n'est pas sa valeur absolue qui compte, mais le pourcentage de variation. C'est un indicateur de la vitalité de l'entreprise. De surcroît, chacun sait qu'une entreprise ne peut faire varier tous ses coûts au même rythme que son activité : si le chiffre d'affaires baisse, les frais fixes pèsent proportionnellement plus lourd. Une entreprise dont le chiffre d'affaires progresse a plus de chances de voir son bénéfice progresser aussi

(même si, dans la réalité, ce n’est pas aussi simple).

À surveiller : les indications qui sont données avec le chiffre d’affaires et qui permettent de mieux en comprendre la signification. Par exemple, on peut souvent lire l’indication : *à périmètre comparable*. Une entreprise qui s’est agrandie en en rachetant une autre voit forcément son chiffre d’affaires progresser ; il est intéressant de connaître le chiffre d’affaires global du nouvel ensemble, mais celui-ci ne peut être comparé avec les précédents ; le chiffre d’affaires à périmètre comparable permet justement d’effectuer cette comparaison et de voir comment a évolué l’entreprise dans son ancienne configuration. À l’opposé, un groupe qui décide de céder des activités qu’il parvient mal à valoriser voit son chiffre d’affaires reculer ; mais si l’on veut comprendre comment, d’un trimestre à l’autre ou d’une année à l’autre, évoluent les activités sur lesquelles il s’est recentré, on a absolument besoin de disposer des chiffres à périmètre comparable.

Dans certains cas, pour permettre cette comparaison dans le temps, des entreprises publient des comptes dits *pro forma*, c’est-à-dire qu’elles recalculent leurs comptes des années précédentes en faisant comme si, au cours de ces années, elles avaient eu le même périmètre que celui d’aujourd’hui. Des *comptes pro forma* peuvent également être établis en cas de changement de méthodes comptables ; là encore, il s’agit de permettre des comparaisons dans le temps.

Une autre mention peut, dans certaines conditions, avoir une grande importance, c'est l'indication : *à taux de change constant*. Ainsi, dans les années 2007-2008, quand on a vu le dollar tomber à des niveaux historiquement bas, jusqu'à 1,60 $ pour 1 €, les chiffres d'affaires réalisés en euros par les entreprises européennes dans des pays de la zone dollar ont fortement baissé, même s'ils se maintenaient ou progressaient légèrement en dollars. Dans ce contexte, avoir un chiffre d'affaires exprimé à taux de change constant permet de mieux comprendre comment ont évolué les ventes des entreprises concernées et de voir si le recul du chiffre d'affaires dans la zone dollar s'explique uniquement par l'effet de change ou s'il n'est pas en train de se produire quelque chose de plus inquiétant pour l'avenir.

Dans tous les cas de figure, chiffres à périmètre comparable ou à taux de change constant, il ne doit pas être question d'essayer d'égarer l'investisseur ou de le noyer sous une avalanche de statistiques pour masquer une évolution défavorable, il s'agit au contraire de lui fournir des informations

supplémentaires lui permettant de mieux appréhender la situation réelle de l'entreprise.

Nous n’entrerons pas ici dans le détail de la comptabilité d’entreprise. Nous irons directement à l’essentiel. Pour ceux qui veulent en savoir plus, il existe dans cette collection un excellent ouvrage consacré à ce sujet. De surcroît, pour aller au fond des choses, il faudrait examiner des cas concrets : le compte de résultat d’une entreprise de distribution qui achète des produits finis et les revend en l’état n’est pas à regarder de la même façon que celui d’une entreprise sidérurgique ou automobile qui achète de nombreuses matières premières ou des produits intermédiaires, les transforme et les intègre dans un produit fini. Mais, dans tous les cas, le processus comptable est le même et l’on retrouve les mêmes étapes.

Donc, partons du chiffre d’affaires pour aller vers les soldes intermédiaires de gestion successifs. À chaque fois, on fait la différence entre des produits et des charges. Si les produits sont plus élevés que les charges (c’est le but du jeu !), le résultat est positif. Dans le cas contraire, il est négatif.

Le résultat d’exploitation

D’une part, on a les produits d’exploitation, qui correspondent pour l’essentiel aux ventes de biens ou de services, c’est-à-dire au chiffre d’affaires. D’autre part, on a les charges d’exploitation : les achats de matières premières et de produits intermédiaires ou finis, les charges externes (comme le loyer, les assurances, le téléphone), les taxes

et les impôts directement liés à l'activité (taxe professionnelle, taxe d'apprentissage, etc.), les salaires et les charges sociales, les dotations aux provisions d'exploitation et aux amortissements. La différence donne le résultat d'exploitation. À noter : certaines entreprises, sans doute pour faire plus chic, préfèrent parler de « résultat opérationnel ».

Le résultat financier

D'un côté on a les produits financiers résultant des participations dans d'autres entreprises et des divers placements, de l'autre les intérêts d'emprunts, frais de trésorerie, etc. C'est là également qu'on retrouve le solde, positif ou négatif, des opérations sur les changes et celui des mouvements sur les provisions financières.

Le résultat courant avant impôt

C'est la somme algébrique (les chiffres peuvent être négatifs !) du résultat d'exploitation et du résultat financier. C'est évidemment un indicateur clé, mais ses deux composantes sont aussi à surveiller. On imagine mal l'avenir boursier d'une entreprise ayant un résultat d'exploitation durablement négatif. À l'inverse, un résultat d'exploitation passagèrement négatif n'est pas

inquiétant pour une entreprise ayant une activité très cyclique ; mais, dans

ce cas, il est important que les dirigeants de l'entreprise aient effectué, en

haut de cycle, des placements financiers qui leur assureront des revenus fort

utiles au moment où le résultat d’exploitation fléchira.

Quand les entreprises s’emploient

à brouiller les pistes

À propos de l’information fournie par les socié- Par exemple, certaines entreprises partent tés sur leurs comptes, on parle fréquemment d’un résultat opérationnel dit « courant », c’est-de « communication » financière. Et la commu- à-dire avant prise en compte d’éléments dits nication, on le sait, est un art. Les entreprises « exceptionnels ». C’est de bonne guerre (le s’emploient à présenter leurs comptes sous leur résultat opérationnel courant est en général meil eur jour, quitte parfois, si cela les arrange, supérieur au résultat opérationnel au sens à employer leurs propres concepts financiers. strict), mais, la plupart du temps, la différence Évidemment, tout cela est parfaitement légal, n’est pas tel e qu’el e vienne fausser le calcul toutes les indications prévues par les textes de façon significative. D’ailleurs, il est bien officiels figurent bien dans les documents et, précisé qu’il s’agit d’une marge opérationnel e si l’on prend le temps de lire les lignes en petits courante. Mais il faut faire attention de ne pas caractères et les annexes, on arrive à rétablir la comparer un tel chiffre avec ce que d’autres vérité. Mais la lecture rapide – cel e que nous entreprises présentent comme leur marge avons tous trop tendance à pratiquer – risque brute opérationnel e. Là, le chiffre est calculé fort de nous induire en erreur.

sans tenir compte des dotations aux amortis-

Prenons l’exemple de la marge opérationnel e. sements. Et l’écart avec ce que donnerait une Cet indicateur exprime le rapport entre le marge opérationnel e calculée dans les règles résultat d’exploitation (résultat opérationnel) de l’art peut être non négligeable.

et le chiffre d’affaires. Plus la marge est élevée, Nous ne parlerons pas des sociétés qui com-plus el e montre que l’entreprise a la capacité muniquent sur la croissance de leur résultat de vendre ses produits au-dessus de leurs net, alors que la lecture des comptes montre coûts de fabrication et de

commercialisation. clairement que cette croissance s’explique uni-Toute la question est de savoir comment on fait quement par des plus-values exceptionnelles…

exactement le calcul.

Le résultat exceptionnel

Comme son nom l’indique, c’est la différence entre les produits et les charges sur des opérations en capital et les dotations exceptionnelles aux amortissements et provisions. Par exemple, une entreprise peut présenter une année un résultat très élevé parce qu’elle a vendu une participation importante dans une filiale. Cet événement ne se reproduira pas ; il est

donc important, pour la clarté des comptes, de l’isoler dans une rubrique particulière où l’on enregistre tous les mouvements exceptionnels.

Autre exemple, qui se retrouve très fréquemment : lorsqu’un nouveau président arrive à la tête d’une entreprise cotée, il est tenté de relever très fortement le niveau des dotations aux provisions. Comme on dit dans le jargon financier, « il charge la barque », pour deux raisons. D’abord, un nouveau président redoute toujours de trouver une situation moins bonne qu’elle ne lui a été présentée (la gestion de son prédécesseur peut comporter des « bombes à retardement ») ; il n’est pas répréhensible de vouloir se

prémunir contre de mauvaises surprises. Ensuite, sur un plan purement tactique, il est commode de commencer avec un résultat médiocre et de pouvoir montrer, un an après, un résultat en très nette amélioration…

Le résultat net

C’est le profit, ou la perte, qui se dégage une fois que l’on a soustrait le total des charges du total des produits. C’est le résultat de toutes les opérations décrites ci-dessus, après avoir en outre décompté la participation des salariés aux résultats de l’entreprise et l’impôt sur les bénéfices.

Ce résultat net est important. Il ne suffit pas, nous l’avons vu, à porter un jugement sur la santé de l’entreprise : il faut voir comment il a été obtenu. Mais c’est lui qui détermine le montant du dividende qui sera versé aux actionnaires. Encore faut-il préciser que ces derniers ne sont pas les seuls à se partager le gâteau. D’abord, il y a la réserve légale : la société doit y affecter 5 % du résultat jusqu’à ce qu’elle atteigne 10 % du capital. En général,

la plupart des entreprises cotées ont déjà atteint ce seuil. Une autre partie peut aller aux réserves statutaires qui, comme leur nom l’indique, sont, le cas échéant, prévues par les statuts de la société. Mais les dirigeants peuvent toujours décider d’effectuer une dotation aux réserves, qui viennent gonfler les fonds propres de l’entreprise. Ils peuvent aussi décider d’un report à nouveau, c’est-à-dire de reporter aux années suivantes l’affectation d’une

partie des bénéfices. Enfin, le solde est distribué aux actionnaires.

Cette affectation des bénéfices doit être soumise à l'approbation des actionnaires au cours de l'assemblée générale annuelle. C'est d'ailleurs un des points les plus surveillés par les actionnaires : quel que soit leur attachement à la pérennité de l'entreprise et à sa bonne santé financière, ceux-ci sont en général très sensibles au niveau du dividende.

La fraction du résultat net qui est répartie entre les actionnaires, exprimée en pourcentage, donne ce qu'on appelle le *taux de distribution*. Très variable d'une entreprise à l'autre, il oscille en moyenne entre 30 % et 40 %.

Les variantes anglo-saxonnes

Si la grande mode est passée, on trouve encore souvent dans la communication de grands groupes français des acronymes anglais qui font référence à des normes comptables anglo-saxonnes mais non officiellement reconnues par notre comptabilité. On trouve l'EBIT (pour Earnings Before Interests and Taxes), qui fait peut-être très chic mais n'est jamais qu'un équivalent de notre bon vieux résultat d'exploitation ou résultat opérationnel : c'est le solde entre les produits et les charges d'exploitation. Mais le plus fréquemment employé reste l'EBITDA (pour Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortisations), très proche de notre excédent brut d'exploitation (que nous allons étudier un peu plus loin). Ces

concepts sont à accueillir avec précaution : comme ils ne font pas partie de notre système comptable, l'entreprise peut faire ses calculs à sa façon. Et, surtout, il faut se souvenir que l'EBITDA a été introduit chez nous à la fin des

années 1990, dans la période folle de spéculation sur les valeurs internet : les sociétés en question ne faisant généralement pas de bénéfices, il fallait bien trouver des indicateurs financiers positifs permettant de les valoriser et de les comparer…

Une complication : les comptes consolidés

Cette rapide présentation laisse comprendre que la lecture des comptes d'une entreprise n'est pas toujours très simple. La situation se complique encore du fait que les entreprises cotées sont en fait des groupes, c'est-à-dire un ensemble de sociétés unies par des liens capitalistiques avec une société mère. Il arrive même qu'une société cotée, la société mère, ait des filiales elles-mêmes cotées, ce qui peut conduire les investisseurs boursiers à devoir faire des choix difficiles que les journaux financiers résument ainsi : que faut-il préférer, les mères ou les filles ? La réponse n'est pas toujours aussi évidente qu'on pourrait le croire…

Du point de vue comptable, ce n'est pas simple. Car la société est amenée à publier deux séries de comptes : d'une part les comptes sociaux, ceux de la société mère seule, d'autre part des *comptes consolidés*, qui incluent ceux des

filiales. Pour les investisseurs, il est clair que ces comptes consolidés sont d'une importance majeure : eux seuls permettent de mesurer réellement la situation économique et financière du groupe dont ils sont – ou envisagent d'être – actionnaires. Mais les règles de la consolidation comportent quelques subtilités.

L'intégration globale

Dans ce cas, la filiale est consolidée à 100 %, c'est-à-dire que tous les éléments de son compte de résultat ou de son bilan sont pris en considération, même si la société mère détient une participation dans cette

filiale qui n'atteint pas les 100 %. L'important est de savoir si la société mère exerce un contrôle exclusif, de droit ou de fait, dans la filiale. L'intégration globale peut être requise à partir de 40 % des droits de vote seulement si, dans les faits, la société mère contrôle plus de la majorité des organes d'administration de l'entreprise.

L'intégration proportionnelle

Les chiffres de la filiale ne sont retenus dans les comptes consolidés qu'à hauteur de la participation de la société mère. Le pourcentage d'actif, de passif et de résultat retenu sera alors, selon la géographie du capital, de 40 %,

45 %, etc.

Cette formule est retenue notamment dans le cas de groupes qui ont jugé utile de réunir leurs forces et leurs compétences pour créer une filiale commune : même si l'un de ces groupes est majoritaire, il ne peut prétendre intégrer tout l'ensemble dans son périmètre.

La mise en équivalence

Cette méthode est utilisée pour les participations qui se situent entre 20 et 50 % du capital de la filiale. Dans ce cas, l'affaire n'est pas complètement intégrée dans les comptes du groupe, qui se contente de faire figurer dans son compte de résultat une ligne intitulée « Quote-part des sociétés mises en équivalence ».

Si la société ne dispose que de moins de 20 % des droits de vote dans une entreprise, elle n'est pas tenue de la faire figurer dans ses comptes consolidés. Ce pourcentage est très surveillé quand il s'agit de participations dans des entreprises lourdement déficitaires qui pourraient avoir un impact négatif sur les comptes consolidés.

Le fait qu'une société peut être intégrée globalement dans les comptes consolidés sans être détenue à 100 % a une conséquence. Une fois effectué le calcul du résultat net, on ajuste ce chiffre pour obtenir le résultat net « part du groupe ». En effet, le groupe ne peut pas garder pour lui et ses

actionnaires la part du bénéfice de la filiale correspondant à la participation d'autres investisseurs. Il faut donc faire la distinction, pour la répartition du bénéfice net du groupe, entre la part du groupe et la part des minoritaires des filiales.

Tout ce qu'on peut tirer des comptes de résultat

Les principaux soldes intermédiaires (résultat d'exploitation, résultat financier, etc.) donnent déjà beaucoup d'informations. Mais les analystes ne s'en satisfont pas ; ils triturent les chiffres pour en extraire d'autres indications tout aussi intéressantes. Nous n'en donnerons que quelques-unes, très fréquemment utilisées.

Une valeur oubliée : la valeur ajoutée

Beaucoup de gens ne connaissent pas la valeur ajoutée de l'entreprise pour laquelle ils travaillent ou dans laquelle ils placent une partie de leurs économies. Cela ne les empêche pas de vivre et même de faire de bons placements. Mais tous les analystes la connaissent. La valeur ajoutée, en effet, c'est la richesse créée par l'entreprise. Pour la connaître, vous prenez la production totale de l'entreprise (les ventes de l'année plus la production stockée et immobilisée) et vous en déduisez les consommations nécessaires

à cette production (les achats de matières premières, les loyers et toutes les diverses charges externes). La valeur ajoutée se situe en amont du résultat d'exploitation, puisqu'elle inclut des impôts et des taxes, les frais de personnel, les dotations aux amortissements et aux provisions d'exploitation. Ce qui est aisément compréhensible : c'est le travail fourni par les salariés de l'entreprise et sa rentabilité qui expliquent la valeur ajoutée. Tout ce que l'entreprise peut ensuite distribuer aux diverses parties prenantes (salariés, actionnaires, administrations publiques par le biais des impôts) est inclus dans la valeur ajoutée. Dans une société où l'on se préoccupe beaucoup (et avec raison) du partage de la valeur ajoutée, il faudrait parfois s'occuper un peu plus de sa création. Ce n'est pas sur ce critère spécifique que l'on fera ses choix en Bourse, mais on peut toujours garder à l'esprit l'idée qu'une entreprise qui dégage une forte valeur ajoutée a une plus grande marge de manœuvre qu'une autre.

Un bon indicateur économique : l'excédent brut d'exploitation (EBE)

Si l'on reprend la cascade du compte de résultat, il se situe après la valeur ajoutée, juste avant le résultat d'exploitation. Il se calcule à partir de la valeur ajoutée, dont on retranche les charges de personnel, les impôts et les taxes, et à laquelle on ajoute le cas échéant les subventions d'exploitation. Il

permet de mesurer la part de la valeur ajoutée qui revient à l'entreprise elle-même, une fois qu'elle a rémunéré les salariés et l'État, pour se financer et rémunérer ceux qui lui apportent des capitaux.

Chapitre 7 : Faire les bons choix avec l'analyse fondamentale

123

L'EBE ne dépend ni de la façon dont l'entreprise se finance (par emprunt ou par augmentations de capital) ni des éléments exceptionnels qui peuvent affecter le résultat net, ni de la politique d'amortissement de l'entreprise (ce dernier point constitue la différence majeure avec le résultat d'exploitation). En résumé, l'EBE est un indicateur purement économique de la performance de l'entreprise.

Un indicateur plus financier : la marge brute d'autofinancement

Normalement, depuis la réforme comptable de 1984, on devrait plutôt parler de la « capacité d'autofinancement », mais, dans les faits, les deux concepts sont utilisés comme s'ils étaient synonymes. La marge brute d'autofinancement se calcule en faisant la somme du résultat net et de l'ensemble des dotations aux amortissements. Elle permet donc de mesurer les ressources internes dégagées par l'entreprise, celles qui lui permettront de financer des investissements ou de racheter d'autres entreprises sans avoir recours aux banques ou aux marchés financiers.

’OUBLIEZ PAS ! À ce propos, les analystes emploient volontiers la notion de *cash-flow* (que l’on devrait traduire littéralement par « flux de trésorerie », mais dont la

N

traduction par « capacité d’autofinancement » paraît plus appropriée). On

en tire aussi la notion de *free cash-flow*, que l’on trouve souvent présentée dans le mélange français-anglais de « *cash-flow* libre » ou, en français intégral, d’« autofinancement libre ». Ce concept mesure ce qui reste à l’entreprise une

fois qu’elle a financé ses investissements et éventuellement un accroissement

de ses besoins en fonds de roulement ; on déduit aussi le dividende

versé aux actionnaires, qui est considéré comme une charge normale. Un

autofinancement libre positif indique que la société s’est enrichie au cours

de l’exercice considéré ; s’il est négatif, il se traduit par une baisse de la

trésorerie ou une augmentation de l’endettement.

Petite remarque : les analystes ne sont jamais satisfaits ! Un autofinancement

libre élevé devrait les satisfaire. Eh bien non, parfois, il les inquiète : il est considéré comme le signe, négatif pour l’avenir, d’un effort d’investissement

insuffisant !

Toutes ces données résumant l’évolution de la capacité d’autofinancement,

de la trésorerie et de la dette sont présentées à côté du compte de résultat

dans un document appelé le *tableau de financement*.

Rentabilité économique et rentabilité financière

Qu’est-ce qu’une entreprise rentable ? Plusieurs de dégager un surcroît de bénéfice qui sera définitions coexistent. C’est d’abord une redistribué aux actionnaires. Dans ce cas, ce entreprise qui est en mesure de rémunérer qu’on appel e l’« effet de levier du crédit » joue ses actionnaires et de rembourser toutes les à plein : une entreprise qui se développe grâce dettes contractées envers ses fournisseurs, à l’emprunt va pouvoir dégager un surplus de ses banques et tous ceux qui ont souscrit à ses richesse dont les actionnaires vont bénéficier.

emprunts. Cela, c’est la rentabilité économique. Et l’effet sera d’autant plus fort que le capital La rentabilité financière, el e, se juge au seul sera resté relativement modeste. C’est ce que niveau de la rémunération du capital apporté nous avons vu au chapitre 5.

par les actionnaires. Si une entreprise est La rentabilité économique se mesure en faisant seulement en mesure de faire face au rem- le rapport entre le résultat d’exploitation et le boursement de ses crédits, el e crée peu de total des capitaux employés (capitaux propres valeur pour l’actionnaire. Tout dépend donc et dette). La rentabilité financière est le rapport de sa capacité à dégager des profits ainsi entre le résultat net et les capitaux propres ; que des conditions de crédit. Quand le crédit dans le vocabulaire anglo-américain, on parle est peu cher, l’entreprise a plus de chances alors du Return On Equity, le ROE.

Le bilan : une bonne occasion de faire

le point

Le compte de résultat montre comment la situation de l’entreprise a évolué

au cours de la période considérée. Le bilan, lui, est comme une photographie

instantanée prise à la fin de cette période. Il se présente sous la forme

de deux colonnes : d’un côté, l’actif, qui présente tout ce que possède

l’entreprise ; de l’autre, le passif, qui montre comment elle finance cet actif. Tout le monde comprendra que ces deux colonnes doivent être équilibrées : tout actif doit être financé. L’intérêt du bilan est précisément de montrer comment s’effectue ce financement, si l’entreprise est saine, si elle n’est pas trop endettée, etc. Compte de résultat et bilan se complètent : un résultat médiocre pourra être considéré comme une simple péripétie dans la vie d’une entreprise solide présentant un bon bilan. Si ce mauvais résultat n’est pas le premier et affecte une entreprise au bilan déjà dégradé, l’investisseur sera amené à en tirer des conclusions beaucoup plus sévères.

L’ *actif* peut être divisé en deux grandes catégories : les actifs fixes ou non courants d’une part, les actifs circulants ou courants d’autre part. Dans la première catégorie, on trouve d’abord les immobilisations corporelles (les

terrains, les bâtiments, les machines), puis les immobilisations incorporelles (les brevets, les marques, etc.). Les biens corporels sont inscrits au départ à leur valeur d’acquisition. Avec le temps, ils peuvent se déprécier, perdre de leur valeur ; c’est notamment le cas des machines ou des matériels informatiques, qui vieillissent très vite. Chaque année, l’entreprise doit prévoir leur amortissement, selon des règles que l’administration fiscale suit attentivement. La valeur inscrite au bilan tient compte de ces

amortissements successifs. Dans l'actif circulant ou courant, on trouve les stocks, les créances sur les clients, les avances aux fournisseurs et la trésorerie.

Au *passif*, on trouve d'abord les fonds propres (le capital, les réserves, le report à nouveau, certaines provisions) et les dettes à long et court terme (provisions, dettes envers les fournisseurs, emprunts, etc.).

On peut aussi retrouver dans le bilan le solde du compte de résultat, à l'actif si c'est une perte, au passif si c'est un bénéfice. Cependant, très souvent, le bilan publié est établi en tenant compte de l'affectation du bénéfice : on peut ainsi en trouver une partie en réserve, une autre partie dans la trésorerie, avant sa distribution.

Le grand bouleversement des normes IFRS

L'introduction des normes IFRS dans la comptabilité des sociétés cotées en 2005 a entraîné de profonds changements, qui se retrouvent dans tous les documents produits par les sociétés et, d'une façon particulièrement marquée, dans le bilan.

La « juste valeur »

L'idée générale est que les immobilisations doivent être inscrites à leur « juste valeur », et non plus à leur valeur d'acquisition. Par exemple, si une entreprise a des participations dans d'autres sociétés, ces participations devront être réévaluées régulièrement ; dans le cas de filiales elles-mêmes

cotées en Bourse, cela peut se traduire par des variations très fortes. Si la valeur d'acquisition est dépassée, il faut faire apparaître un écart de réévaluation ; dans le cas contraire, il faut faire apparaître une dépréciation, que l'on retrouvera par ailleurs inscrite parmi les charges dans le compte de résultat. D'une façon générale, les immobilisations incorporelles sont plus sévèrement encadrées. Les entreprises qui avaient l'habitude d'inscrire à l'actif une valeur correspondant à leurs parts de marché ne peuvent plus le faire ; elles ne peuvent plus compter comme des immobilisations incorporelles leurs dépenses de recherche, mais elles doivent inscrire au bilan celles de développement.

Le cas particulier des survaleurs ou goodwill

Cette volonté de tout comptabiliser à sa juste valeur a des conséquences importantes. Lorsqu'une entreprise en achète une autre, surtout si c'est au terme d'une bataille boursière, elle la paie généralement à un prix plus élevé que sa valeur théorique, représentée par l'actif net (voir ci-dessous). Cette différence fait apparaître une survaleur ou écart d'acquisition (en anglais, le *goodwill*). Avant l'entrée en application des normes IFRS, la société inscrivait la survaleur à l'actif de son bilan puis, chaque année, une dotation aux amortissements venait réduire cette survaleur. Selon les cas, le processus

était étalé sur cinq, dix ou vingt ans et pouvait avoir un impact fort sur le résultat net (ce qui pouvait déplaire à l'actionnaire, mais avait le grand avantage de réduire d'autant le bénéfice imposable).

Avec le passage aux normes IFRS, l'amortissement n'est plus possible. Le raisonnement est le suivant : la société acquise a peut-être été payée cher, mais si cela se justifie par la notoriété de sa marque, le gain de parts de marché, l'accès à des débouchés nouveaux ou l'élargissement de la gamme de produits proposés, et si la suite des événements montre que le calcul était juste, alors il n'y a pas de raison de procéder à un amortissement de la survaleur et de réduire chaque année le poids de cet actif dans le bilan. Le nouvel actif est inscrit à sa valeur d'acquisition, et c'est seulement en fonction de l'évolution de sa valeur de marché que l'on procédera éventuellement à des dépréciations. D'un point de vue strictement économique, le raisonnement est impeccable. Mais il est venu modifier complètement les pratiques antérieures.

Dans l'ensemble, le passage à ces nouvelles normes s'est effectué sans trop de difficultés pour la plupart des grandes entreprises. Mais la crise bancaire de 2007-2008 a apporté de nouveaux arguments à ceux qui leur reprochent (non sans raison) d'introduire encore un peu plus de volatilité dans le marché du fait du principe de la juste valeur, forcément instable.

Il faut signaler aussi que l'application des normes IFRS est ressentie dans le monde des valeurs petites et moyennes comme une contrainte supplémentaire. Pour y échapper, nombre d'entre elles souhaitaient quitter l'Eurolist et rejoindre Alternext. À la fin de 2008, une réflexion a été engagée sur une modification des procédures permettant un passage plus facile d'un marché à l'autre.

En octobre 2009, nous l'avons vu, une modification des règles de fonctionnement d'Alternext a été adoptée pour permettre à ces entreprises d'effectuer ce passage.

Chapitre 7 : Faire les bons choix avec l'analyse fondamentale

127

Quelques points de repère utiles

La lecture attentive d'un bilan peut prêter à moult commentaires. Nous retiendrons principalement trois notions indispensables.

Les fonds propres ou actif net

'OUBLIEZ PAS ! Les fonds propres sont constitués de la somme du capital, du report à nouveau, des réserves et de certaines provisions. En somme, il s'agit du

N

capital initial de l'entreprise, renforcé le cas échéant par de nouveaux apports en capital et des bénéfices non distribués. On peut faire le calcul

autrement : partant du principe que les fonds propres servent à financer

l'actif, on peut partir de l'actif total et en déduire toutes les dettes inscrites au passif. Le chiffre obtenu est aussi appelé *situation nette de l'entreprise* ou *actif net.*

L'actif net est souvent utilisé comme référence pour établir la valeur

théorique d'une entreprise. En supposant qu'on liquide ses actifs et qu'on

rembourse ses dettes, il resterait ses fonds propres. À partir de là, on

compare l'actif net à la valeur de l'entreprise telle qu'elle ressort de sa

cotation en Bourse. Et on en déduit l'existence d'une surcote, si le cours de

Bourse conduit à une valorisation supérieure à l'actif net, ou à une décote.

Faut-il brûler les normes IFRS ?

Dans une économie mondiale où les capitaux Le fait que ces normes soient communes et circulent librement (avec des exceptions !) et puissent autoriser les comparaisons d'entre-où les marchés boursiers sont ouverts aux prises du même secteur mais de pays différents investisseurs étrangers, l'existence de normes est un grand progrès. Pourtant la question de comptables différentes selon les pays pose un l'évaluation des actifs à leur « juste valeur »

vrai problème : on ne peut pas vraiment com- soulève toujours des réticences. Beaucoup parer les résultats publiés par les entreprises. estiment que cela introduit de l'instabilité dans Exemple fameux : en 1993, Daimler-Benz est un système financier qui n'en manquait déjà pas.

cotée pour la première fois à New York. El e

présente des comptes bénéficiaires en normes Les critiques ont connu un regain de vigueur al emandes (+ 602 mil ions de DM) et déficitaires après la crise des crédits hypothécaires amé-

(- 1 839 mil ions de DM) en normes américaines ricains, les fameux *subprimes*. Le problème (US GAAP, pour *general y accepted accounting* était en effet particulièrement aigu pour les *principles*). Ses capitaux propres sont trois fois banques qui détenaient des actifs financiers qui plus importants selon les règles américaines que ne trouvaient plus preneurs sur les marchés, ou selon les règles al emandes. Les Européens ont avec des transactions trop réduites pour être commencé très tôt à travail er sur des projets vraiment significatives, ce qui excluait toute d'harmonisation des règles comptables et référence sérieuse au prix de marché (*mark to* plusieurs directives ont été publiées en ce sens. *market*). Comment dans ces conditions définir la « juste valeur » ? Il est toujours possible de

Finalement, il a été convenu d'adopter les faire figurer une valeur théorique fournie par un normes IFRS (International Financing Reporting modèle mathématique. Mais, en contraignant les Standards) mises au point par des profession- banques à procéder à de lourdes dépréciations nels de la comptabilité de plusieurs pays réunis d'actifs, les normes IFRS pouvaient contribuer au sein de l'IASB (International Accounting à faire monter encore la volatilité des marchés Standards Board), lui-même issu en 2001 de et donc à aggraver la crise ; leur réexamen a l'IASC (International Accounting Standards été demandé. Le débat est lancé. En attendant Committee), qui avait précédemment mis au son issue, en octobre 2008, l'IASB a permis aux point les normes IAS (International Accounting banques européennes (les États-Unis n'ont pas Standards). Une directive européenne transpo- encore adopté les normes IFRS) de geler à la sée dans chacune des législations nationales date du 1er juil et la valeur de certains de leurs a imposé ces normes à partir de 2005, en com- actifs. En avril 2009, le G 20 a demandé une mençant, en France, par les sociétés cotées accélération du travail d'assouplissement des sur un marché réglementé et présentant des normes comptables pour atténuer leur effet comptes consolidés.

procyclique. De nouvelles dispositions ont

été adoptées en novembre 2009 concernant

les actifs financiers et les travaux continuent.

Ce calcul est, à l'évidence, très théorique. On retient alors l'hypothèse d'une

liquidation de l’entreprise alors que la Bourse se place normalement dans

une perspective tout autre : on évalue une entreprise selon sa capacité à générer des bénéfices dans le futur. En se référant à l’actif net, on raisonne comme si la valeur de l’entreprise ne dépendait pas de sa capacité à créer des richesses, mais de la seule valeur marchande de ses actifs.

Il n’est donc pas étonnant que le concept d’actif net ne soit généralement utilisé que dans le cas très particulier d’entreprises qui ont pour principale vocation de gérer des actifs : sociétés immobilières, sociétés de capital-investissement, etc.

Le fonds de roulement

Il est mesuré par l’excédent de l’actif circulant sur les dettes à court terme. Ce que l’on a vu du bilan suggère qu’on peut le calculer d’une autre manière : on prend au passif l’ensemble de ce que l’on peut appeler les « capitaux permanents », soit les fonds propres et les dettes à long terme ; on en soustrait le montant des immobilisations et on retombe sur le même chiffre que précédemment. Cette seconde façon de calculer est instructive : elle montre que si le fonds de roulement est négatif, c’est-à-dire si les dettes à court terme dépassent le montant de l’actif circulant, les capitaux

permanents – autrement dit les ressources stables de l’entreprise – ne suffisent pas à financer les immobilisations (les actifs non courants) ; alors, celles-ci sont en partie financées par de la dette à court terme. À ce stade, la faillite n’est peut-être plus très loin. Heureusement, cette situation se retrouve assez rarement dans les entreprises cotées !

Cela nous conduit naturellement à évoquer la question du besoin en fonds de roulement. Une entreprise a des stocks et des créances d’un côté du bilan et des dettes liées à l’exploitation de l’autre. Dans certains secteurs, une accélération de l’activité peut entraîner une nette hausse du besoin en fonds de roulement, car elle se traduira d’abord par une progression des dettes, notamment envers les fournisseurs de matières premières ou de produits intermédiaires ; si l’entreprise n’a pas une bonne assise financière, c’est-à-dire si elle n’a pas des capitaux permanents suffisants, son endettement à court terme risque de prendre des proportions inquiétantes. Il faut avoir les moyens de sa croissance.

Face à ce problème, toutes les entreprises ne sont pas logées à la même enseigne. Le contre-exemple le plus fameux est celui de la grande distribution. Elle a peu de stocks à financer : elle vend tout de suite ce qu’elle reçoit alors que, en revanche, elle paie ses fournisseurs le plus tard possible. Une accélération de son activité n’accroît pas son besoin de

fonds de roulement ; au contraire, elle lui permet de gonfler sa trésorerie. C'est d'ailleurs la principale caractéristique de ce secteur : ses marges commerciales sont modestes ; l'essentiel de ses gains provient de sa

trésorerie. Cela a une conséquence : il est condamné à la croissance et supporte mal les périodes de ralentissement.

Endettement et endettement net

Toutes les dettes financières, quelle que soit leur échéance, à court ou long terme, constituent l'endettement de l'entreprise. Si l'on en déduit la trésorerie, on a l'endettement net. Si l'entreprise a une trésorerie qui dépasse son endettement, elle se trouve alors en situation de trésorerie nette.

Voilà. C'était sans doute un peu long et aride, mais indispensable : ces notions de base vous accompagneront tout au long de votre activité d'investisseur boursier. Ne cherchez d'ailleurs pas à tout comprendre et à tout retenir du premier coup. Avec le temps, ce qui vous paraît encore un peu abstrait et théorique prendra tout son sens. Et si vous avez l'impression de ne pas bien comprendre un communiqué de société ou un article de presse commentant des résultats, n'hésitez pas à vous reporter à ces pages. Avec un peu d'expérience, vous jonglerez avec les actifs nets ou les reports à nouveau comme si c'était devenu une deuxième langue.

Pouvoir comprendre les comptes d’une entreprise est important : cela peut éviter bien des mauvaises surprises. Mais cela ne suffit pas à déterminer un choix d’investissement. Les boursiers ont encore d’autres critères, que nous allons découvrir sans tarder.

Chapitre 8

Les outils purement boursiers d’aide à la décision

Dans ce chapitre :

- Les chiffres à extraire des comptes des entreprises
- Les ratios à connaître
- Toutes les subtilités de l’analyse graphique
- Un très rapide aperçu de l’analyse quantitative

S i le chapitre précédent ne vous a pas trop rebuté(e), vous en êtes maintenant convaincu(e) : investir en Bourse, c’est miser sur des entreprises. Et si l’on n’est pas en mesure de lire leur compte de résultat ou leur bilan, cela pose un problème. On est alors obligé de croire sur parole ceux qui disent : achetez tel titre ou, au contraire, vendez tel autre. La Bourse est-elle pour autant réservée aux experts-comptables ? Sûrement pas. Si les analystes financiers épluchent tous les documents comptables publiés par les sociétés, les gérants de portefeuille se contentent d’une série de chiffres

significatifs… ainsi que des conclusions des travaux des analystes.

Ces chiffres essentiels sont à compléter par des ratios spécifiquement boursiers, qui permettent de savoir si la Bourse apprécie les performances de l'entreprise à laquelle on s'intéresse. On retrouve là un point clé : c'est bien d'être capable de se forger sa propre opinion sur une valeur, mais il ne faut jamais oublier de tenir compte de celle des autres. Les ratios boursiers usuels permettent justement de voir comment une entreprise est jugée par les autres investisseurs.

Toutes ces informations peuvent être complétées par une observation attentive des cours boursiers et de leur évolution : c'est l'objectif de l'analyse graphique, très prisée par les spécialistes.

On trouve ensuite d'autres méthodes d'analyse, très techniques, développées par certains gérants qui ne donnent que des indications très succinctes sur les méthodes employées et n'en dévoilent pas tous les secrets. Exactement de la même façon que les grands chefs gardent pour eux certains détails de leurs recettes.

Les chiffres et les ratios de base

Tout ce que l'on a vu dans le précédent chapitre sur la lecture du bilan et du compte de résultat est important. Mais jamais un particulier ne va lire tous les comptes de toutes les sociétés cotées avant de faire son choix.

Ces documents sont à connaître si l'on veut approfondir ses recherches et comprendre les commentaires qui circulent sur les valeurs auxquelles on s'intéresse, mais ce n'est pas par là qu'on commence en pratique. Pourquoi achète-t-on des actions de telle société plutôt que celles d'une autre ? Parce qu'on a entendu dire qu'elle montait en Bourse ou qu'elle allait décoller prochainement. Parce qu'on a lu des commentaires flatteurs sur cette entreprise ou ses dirigeants. Parce qu'on a vu quelques chiffres sur ses performances qui ont attiré notre attention. C'est précisément sur ces informations de base, celles qui attirent l'attention de l'investisseur, que nous allons nous arrêter quelques instants. Et il n'est pas besoin de lire des rapports de plusieurs dizaines de pages pour trouver ces informations : elles sont immédiatement disponibles, n'importe quel site internet ou journal financier digne de ce nom les fournit d'une façon très claire et accessible.

Le chiffre d'affaires

Sur ce point, nous passerons très vite. Juste le temps de préciser ce que nous avons dit précédemment. C'est vrai que le chiffre d'affaires n'a pas une grande signification boursière, qu'une grande entreprise n'est pas forcément très rentable et que la croissance peut se faire dans des conditions financières plus ou moins intéressantes. Inversement, une entreprise peut avoir intérêt, à un moment donné de son histoire, à se recentrer sur un

petit nombre d’activités et à en abandonner d’autres à la rentabilité plus problématique, quitte à avoir un chiffre d’affaires plus modeste. Le chiffre d’affaires, à lui seul, ne suffit pas pour comprendre ce qui se passe dans une entreprise ; il faut toujours aller voir au-delà.

Pourtant, il ne faut pas le négliger. D’abord parce que c’est celui que les entreprises publient en premier, avant d’arrêter leurs comptes. Ensuite parce qu’il peut agir comme un révélateur de gains ou de pertes qui apparaîtront plus tard. Sur un produit qui se vend bien, il sera sans doute possible de maintenir des marges élevées, voire de les accroître. À l’opposé, un ralentissement du chiffre d’affaires peut être simplement le signe

d’une difficulté passagère, liée à la conjoncture ou à la société elle-même (réorganisation, renouvellement de la gamme de produits, etc.), ou annoncer quelque chose de plus grave : un retournement de cycle ou de véritables problèmes internes dans l’entreprise.

Si rustique soit-il, le chiffre d’affaires est donc le premier indicateur à suivre.

Un cas particulier : les banques

Les règles comptables s’appliquent à toutes définissant comme la capacité à faire face les entreprises quel que soit leur secteur aux obligations de trésorerie) et surtout de d’activité et les ratios boursiers à surveil er

solvabilité. Ce dernier rapport établit le mon-sont les mêmes dans tous les cas. Il existe tout tant de fonds propres dont les banques doivent de même quelques exceptions : les sociétés disposer en fonction de la tail e de leurs actifs, immobilières, les compagnies d'assurances et ces actifs étant affectés d'un coefficient les banques, trois secteurs qui comportent de différent selon les risques encourus (risques fortes particularités.

de non-remboursement de crédits, risques

Prenons l'exemple des banques. Inutile de de marché, etc.). L'accord Bâle 3 publié en chercher leur chiffre d'affaires dans les docu- décembre 2010 a considérablement accru ces ments qu'el es publient. Vous ne le trouverez exigences. En 2015, el es devront respecter un pas. Et pour cause : faire la somme de toutes ratio de 7 %, dont 4,5 % pour le seul *core tier* les opérations que les banques effectuent *one*, autrement dit en français pour les seuls pour leur propre compte ou le compte de leurs capitaux de base, le capital et les bénéfices clients aboutirait à des sommes colossales non distribués, à l'exclusion donc des titres qui n'auraient pas grand sens. Les banques ne dits hybrides (obligations perpétuel es, actions publient donc pas de chiffre d'affaires, mais préférentiel es, obligations convertibles). Et, en un produit net bancaire (on parle souvent de 2019, el es devront avoir constitué en plus un leur PNB, qui n'est pas à confondre avec le coussin de sécurité représentant 2,5 % de leurs PNB de la comptabilité nationale, ou produit actifs. Depuis la crise de la dette souveraine national brut), plus proche de la valeur ajoutée européenne de 2011, el es sont d'ail eurs incitées dégagée par les entreprises non financières à accélérer le mouvement.

que du chiffre d'affaires. C'est à partir du PNB Ainsi, pour les banques plus encore que pour que l'on va faire tous les calculs qui mènent au les autres entreprises, la référence aux fonds résultat net.

propres est constante. Mais, pour certains ana-

Autre différence de tail e : compte tenu de leur lystes, ce sont ces ratios qui auraient encouragé rôle dans l'économie (sans des banques en les banques à développer leurs opérations hors bonne santé, il n'y a pas de crédit, donc pas bilan et auraient conduit à la crise financière de croissance), les banques font l'objet d'une de 2007. Et, avec les exigences nouvel es qui surveillance très

étroite et sont soumises à pèsent sur el es, beaucoup craignent que le des contraintes particulières. Elles doivent crédit ne soit plus rare et plus cher.

respecter des ratios de liquidité (cel e-ci se

Le bénéfice net par action (BNPA)

Voilà une donnée qui commence à intéresser très sérieusement les actionnaires. Le *BNPA* est une notion précieuse, car il permet d'avoir une idée précise de ce qui peut revenir à chaque actionnaire, sous la forme d'un dividende ou d'un accroissement des fonds propres de l'entreprise. Prenons l'exemple du groupe pétrolier Total. Ce groupe est connu pour l'importance de ses bénéfices. Ses dirigeants aimeraient d'ailleurs que cela se sache moins car, dès que le prix du pétrole et donc celui des carburants augmentent un peu trop vite, les milieux politiques commencent à s'agiter et, pour plaire à l'opinion, à parler de surtaxe ou de prélèvement sur les bénéfices des compagnies pétrolières. Que Total gagne *grosso modo* 1 milliard d'euros par mois, cela paraît effectivement beaucoup et suscite bien des convoitises. Néanmoins, si l'on y regarde de plus près, on constate qu'il y a en circulation plus de 2,3 milliards d'actions Total, ce qui donne, selon les analystes, un BNPA 2012 estimé à 5,20 E, pour une action qui valait en février de la même année environ 41 E. C'est très confortable, mais, vues ainsi, les choses paraissent déjà moins scandaleuses.

Une précision importante : le BNPA est généralement calculé avant prise en compte des éléments exceptionnels, de façon à éviter les à-coups et à permettre les comparaisons dans le temps. Prenons l'exemple d'une entreprise qui a son siège social dans un bel immeuble du centre de Paris et décide de le vendre. Elle va réaliser cette année-là une belle plus-value, mais il ne serait guère raisonnable d'en tenir compte dans le calcul du BNPA, car cette opération ne se produira qu'une fois. Le fait qu'une entreprise réalise des gains – ou des pertes – exceptionnels ne nous dit rien sur l'évolution de sa rentabilité future. Autrement dit, le BNPA ne doit tenir compte que des résultats liés à l'activité normale de la société.

Cette notion de BNPA se retrouve de façon implicite dans de nombreux calculs. Par exemple, vous trouverez souvent dans les commentaires boursiers des phrases du genre : « Les analystes revoient à la hausse (ou à la baisse) leurs estimations de bénéfices pour cette année et l'an prochain ; ils estiment maintenant que la progression des bénéfices se limitera à 8 % cette année pour le S & P 500 et à 12 % pour l'EuroStoxx et remontera à, respectivement, 10 % et 15 % l'an prochain. » Cela ne veut pas dire que les analystes ont pris les bénéfices nets attendus de toutes les sociétés américaines et européennes qui composent ces indices et qu'ils ont calculé comment évoluerait ce total sur les deux années à venir. Cela n'aurait pas de

sens, car personne ne sait à quelles opérations procéderont ces entreprises avant la fin de l'année en cours et pendant la suivante. On n'a donc aucune idée de l'évolution des éléments exceptionnels et de leur impact sur les bénéfices nets. En revanche, compte tenu du dynamisme de l'activité, des prix, des taux d'intérêt, on sait – ou du moins on peut essayer de prévoir – dans quel contexte vont évoluer les entreprises et si elles ont des chances

(ou des risques) de voir leur rentabilité augmenter (ou reculer). Pour effectuer cet exercice, on utilise les BNPA.

Dans la littérature boursière, certains se laissent parfois aller à utiliser le sigle anglophone EPS (Earnings Per Share), qui a exactement la signification de « bénéfice par action ».

Le rapport cours/bénéfice

Là, on fait un très grand pas en avant dans l'univers de la Bourse. Si l'on veut vraiment avoir l'air d'être un spécialiste, on ne parlera pas de rapport cours/ bénéfice, mais de PER. C'est la même chose, PER étant l'acronyme de la locution anglaise Price Earning Ratio, mais c'est beaucoup plus chic.

Comment on calcule le PER

De quoi s'agit-il ? Il s'agit tout simplement de comparer le bénéfice par action

au cours de l’action de la société considérée. Par exemple, vous prenez un titre coté à 54,32 €. Le BNPA de cette valeur est estimé à 5,26 € pour l’année en cours. Vous divisez 54,32 par 5,26, et vous obtenez 10,3 (il n’est pas nécessaire de garder tous les chiffres après la virgule !). Vous pouvez alors dire que la Bourse valorise cette société 10,3 fois son bénéfice de l’année (ou plus exactement l’estimation de son bénéfice de l’année, puisque celui-ci ne sera réellement connu que l’année suivante). C’est pourquoi la dénomination officielle de ce rapport – jamais employée dans le langage courant – est le « coefficient de capitalisation des résultats ». Très souvent, les boursiers parlent tout simplement du *multiple* ou du *ratio* ; il n’est pas besoin d’en dire plus, tout le monde comprend de quoi il s’agit.

Comme la Bourse essaie toujours d’anticiper, les investisseurs ne se contentent pas du PER pour l’année en cours, ils regardent aussi celui de l’année suivante. Pour reprendre notre exemple, si les analystes s’attendent à un prochain BNPA de 6,88 € (ce qui représente une progression de 30 % !), le

rapport entre 54,32 et 6,88 vous donne un PER de 7,9, qui n’est pas très élevé.

Sous réserve de ce que vous découvrirez en vous informant de façon plus précise sur cette entreprise, vous pouvez d’ores et déjà conclure qu’elle n’est pas très bien valorisée en Bourse et que si les estimations de bénéfice pour

cette année et l'an prochain sont correctes, ce pourrait être une bonne idée d'acheter cette action.

On ne peut pas toujours avoir confiance dans le PER

Voilà un outil vraiment fantastique, allez-vous dire : je regarde le PER d'une action et, si elle est sous-évaluée, j'achète ! Si c'était aussi simple que cela, il n'y aurait plus que des millionnaires dans ce pays. Malheureusement, ce n'est pas le cas et il ne faut pas vouloir donner au PER un rôle plus important que celui qu'il peut jouer, même s'il n'est pas mince.

Le premier intérêt est global. Nous l'avons vu précédemment, les analystes essaient de prévoir l'évolution du BNPA pour l'ensemble des valeurs qui entrent dans la composition d'un indice boursier. À partir de là, ils calculent un PER global. Par exemple, ils calculent qu'à une date quelconque le PER du marché parisien (du moins si l'on s'en tient aux grandes valeurs du CAC 40) est de 10,8 pour l'année en cours et de 9,9 pour l'année prochaine. Ils estiment que, dans le même temps, le marché américain est un peu mieux valorisé, en ce qui concerne les grandes valeurs de l'indice Dow Jones, avec un PER de 12,9 sur la base des bénéfices estimés de cette année et de 10,9 pour les bénéfices estimés de l'an prochain.

Le fait de disposer ainsi d'un PER pour l'ensemble du marché est très précieux. Il permet toutes sortes de comparaisons. Dans le temps d'abord.

Les cours et les indices boursiers donnent une première indication, mais qui ne peut suffire : à 3 000 ou 4 000 points, le CAC 40 n'est pas très élevé (il est monté à 6 922 en septembre 2000), mais, à ce niveau, il pourrait être tout de même considéré comme cher ; tout dépend des résultats des entreprises et de leur évolution prévisible. Le PER introduit une précision supplémentaire. À 10 ou 11, il n'a rien d'extravagant, mais si l'on regarde dans le passé on constate qu'il peut descendre en dessous de 10 si rien ne vient faire remonter la confiance des investisseurs. À l'inverse, quand la Bourse est euphorique et que le PER du CAC 40 dépasse le seuil de 20 (25 au plus haut le 4 septembre 2000), on peut commencer à se dire qu'il faut être prudent : on entre dans la zone dangereuse où, débordant d'optimisme, les investisseurs misent sur des bénéfices futurs peut-être un peu trop généreusement calculés.

Le PER permet aussi de procéder à des comparaisons dans l'espace. Ainsi, avec un PER de 10,8 contre 12,9 pour le Dow Jones, par exemple, on peut conclure que la Bourse de Paris est plutôt sous-valorisée par rapport à celle de New York. Mais il faut faire attention à ce genre de comparaison : traditionnellement, en effet, la Bourse américaine est plus chère que celle de Paris, avec un PER moyen plus élevé. Rien ne peut donc nous permettre d'affirmer que Paris doit remonter plus vite que New York. Même les comparaisons dans l'espace doivent tenir compte des évolutions historiques.

Enfin, les PER permettent de situer une entreprise par rapport au marché dans son ensemble et par rapport à d'autres sociétés. Mais, là encore, il faut se méfier et ne pas oublier les enseignements apportés par l'examen des données historiques. Par exemple, des valeurs qui voient leur chiffre d'affaires et leur résultat augmenter de façon assez régulière au fil des années rassurent les investisseurs, qui sont prêts à payer un peu plus cher pour les acquérir et les mettre en portefeuille. Un PER plus élevé récompense la performance, la régularité et la sécurité. Dans ce cas, un multiple égal ou supérieur à 20 n'est pas forcément inquiétant. À l'opposé, des valeurs connues pour être plus sensibles aux aléas de la conjoncture, des valeurs dites « cycliques » donc, ont très souvent un PER plus faible,

qui peut être inférieur à 10. Mais, à l'intérieur d'un groupe de valeurs cycliques appartenant au même secteur économique, les investisseurs font aussi des différences et sont prêts à accepter un PER plus élevé pour celles qui, d'habitude, résistent mieux que les autres dans les phases de ralentissement, parce qu'elles ont une meilleure réputation de qualité, une gamme de produits plus séduisante, etc. De même, il ne faut pas oublier que les grandes valeurs, celles du CAC 40 notamment, sont plus liquides que les

autres : elles se négocient plus facilement, on ne risque pas de rester « collé » avec elles. Pour les investisseurs, cela justifie un PER plus élevé que pour une valeur dite « moyenne ». Dans l'exemple cité précédemment d'une valeur ayant un PER de 7,9 pour l'année suivante, on constate que cette valeur a été effectivement maltraitée d'une façon un peu excessive, mais il faut aussi préciser qu'il s'agit d'une valeur moyenne appartenant au compartiment B de la cote, avec une capitalisation boursière de l'ordre de 500 millions d'euros.

Donc, oui, le PER est un outil d'aide à la décision extrêmement important en matière boursière, oui, il faut le regarder, oui, il faut s'en servir. Mais il faut faire attention, il ne faut pas se contenter du chiffre du jour, il faut toujours procéder à des comparaisons dans le temps et dans l'espace et, surtout, ne pas se focaliser sur ce seul indicateur. Ce n'est pas parce qu'une valeur n'est pas chère qu'il faut l'acheter tout de suite : elle peut être encore moins chère demain et le rester. À l'autre bout du spectre, on trouve des titres généralement très bien valorisés : la baisse de leur PER ne constitue pas un signal d'achat, mais plutôt un signal de prudence.

En somme, le rapport cours/bénéfice reflète la cote d'amour dont bénéficie une valeur. C'est une indication à ne pas négliger : si cette valeur plaît, il doit y avoir des raisons. Mais il ne faut pas oublier non plus que l'amour peut être aveugle ou excessif et, surtout, qu'il est rarement éternel.

Les charmes du dividende et du rendement

La question du dividende est de celles qui divisent les investisseurs. Les uns abordent le marché dans une optique très spéculative et ne cherchent qu'à jouer les écarts de cours. D'autres, qui apprécient moins les sensations fortes, ont une optique plus globale et comptent sur les deux perspectives de gains offertes par les actions : la plus-value et le dividende. Nous le verrons plus loin : les deux styles de gestion conduisent à une approche du marché radicalement différente. Mais, sur le plan de l'analyse, cette différence d'approche ne change rien : si une valeur monte, c'est bien parce qu'elle réalise des bénéfices en hausse – ou qu'elle devrait en réaliser dans le futur – et parce qu'elle distribue – ou distribuera – des dividendes. Donc, de toute façon, le dividende est au cœur de la problématique : c'est l'évolution attendue des bénéfices et des dividendes qui guide les cours.

On peut évidemment trouver des cas particuliers. Rappelons celui de Microsoft, qui a attendu près de vingt ans après son introduction en Bourse pour distribuer son premier dividende. Cela n'a pas freiné son ascension boursière pour une raison simple : tous les bénéfices étaient réinvestis et l'entreprise renforçait méthodiquement sa domination sur l'informatique mondiale. La montée des cours était telle que les actionnaires acceptaient

sans rechigner de ne pas toucher de dividendes. Paradoxalement, c'est lorsque Microsoft a voulu rentrer dans la norme et distribuer un dividende comme toutes les autres entreprises que des doutes ont commencé à apparaître : si Microsoft verse maintenant un dividende, c'est peut-être parce que ses dirigeants n'ont plus de projets de développement aussi rentables que par le passé !

Mais cet exemple est rare. Dans l'ensemble – on s'en rend bien compte quand on participe aux assemblées générales –, les actionnaires sont très sensibles à la question du dividende. Les dirigeants sont parfois assez sévèrement mis en cause lorsqu'ils proposent de garder dans l'entreprise une part importante du bénéfice annuel au lieu de le distribuer aux actionnaires.

Un bon rendement se paie parfois très cher

Si l'on divise le dividende par le cours de l'action et que l'on multiplie par cent, on obtient le *rendement de l'action*. On peut encore affiner le calcul en partant de l'estimation du dividende qui devrait être versé au titre de l'exercice en cours. Prenons l'exemple d'une société qui a versé un dividende de 2,95 € par action ; compte tenu de la marche de l'entreprise, les analystes estiment en moyenne qu'elle peut verser un dividende de 3,15 € au titre de l'exercice en cours. Si l'action est cotée 51,61 €, on divise 3,15 par 51,61, on multiplie par 100 et on obtient un rendement de 6,1 %, qui est un chiffre déjà

élevé.

Dans certains commentaires, surtout lorsque l'on parle d'un marché boursier en général et qu'on le compare à d'autres marchés, on peut lire des phrases du genre : « Cette année, le marché européen devrait offrir un rendement de l'ordre de 8 % alors qu'on s'attend à un rendement de l'ordre de 10 % pour le marché américain. » Dans ce cas, il s'agit souvent de ce qu'on appelle le *rendement global*, obtenu en additionnant l'ensemble des gains que l'actionnaire peut espérer retirer de son investissement en actions sur l'année, à savoir le dividende et les plus-values, en supposant que la Bourse termine l'année à un niveau plus élevé qu'elle ne l'a commencée. Cette notion de rendement global est évidemment très importante, puisque c'est elle qui détermine vraiment ce que gagne (ou perd) l'actionnaire. Mais, quand on parle du rendement d'une action, c'est le dividende seul qui est pris en compte.

Chapitre 8 : Les outils purement boursiers d'aide à la décision

Le rendement est une notion très utile. Il permet de comparer les actions avec d'autres placements, notamment les obligations à taux fixe. Il permet aussi de comparer les actions entre elles. Ce calcul est suivi avec une

attention particulière dans les périodes où la tenue de la Bourse suscite quelques inquiétudes. Dans ce cas, les investisseurs peuvent avoir la tentation de s'intéresser aux actions qui offrent un rendement élevé ; c'est une façon de chercher la sécurité.

Mais cette sécurité peut être illusoire. On l'a vu, le rendement, c'est un rapport. Dans un tel calcul, l'évolution du résultat dépend à la fois de celle du numérateur et du dénominateur. Si le rendement augmente parce que le cours de l'action n'arrête pas de baisser, il n'est peut-être pas très raisonnable d'acheter cette action tant que son cours n'est pas stabilisé. Sinon, on risque de payer très cher sa recherche d'un haut rendement.

On l'a vu par exemple pendant l'été 2008, alors que le marché continuait de s'inquiéter pour la santé des banques et, compte tenu de la dégradation de la conjoncture, se montrait réticent envers des valeurs cycliques comme celles du secteur automobile. Le cours des actions en question baissait et, du coup, le rendement augmentait. Celui de Renault dépassait 7 %, celui du Crédit Agricole et de la Société Générale 6 %. Et, pourtant, les investisseurs ne se précipitaient pas pour acheter : préférant faire l'impasse sur un rendement élevé, ils jugeaient plus prudent d'attendre d'en savoir plus sur l'avenir de ces entreprises. Et ils avaient raison : il y a des moments où, en Bourse, le plus sage est de ne rien faire et d'attendre.

L’analyse graphique, science ou imposture ?

Ne rien faire et attendre, venons-nous de dire. Mais attendre quoi ? Compte tenu de ce que nous avons expliqué jusqu’à présent sur les liens entre l’économie, la santé des entreprises et la Bourse, la réponse vous paraît évidente : de nouvelles informations permettant de se faire une idée plus précise de l’évolution de la conjoncture et de la situation des entreprises auxquelles on s’intéresse. Cela, c’est la réponse de l’analyse fondamentale, où l’on raisonne à partir des données économiques en général et des comptes des entreprises en particulier. Mais beaucoup de boursiers ont aussi recours à d’autres instruments, fournis cette fois par l’analyse graphique ou technique. On les appelle les « chartistes », de l’anglais *chart*, qui signifie « graphique ».

De quoi s’agit-il ? Avec cette technique, on ne regarde que les cours de Bourse et, à partir de leur évolution passée, on essaie de deviner le futur. *A priori*, cela semble bizarre. Si les cours ont monté ou baissé dans le passé récent, c’est bien parce que les investisseurs ont été incités à acheter ou à vendre au

cours de cette période par un certain nombre d’informations jugées positives ou négatives. Prétendre déterminer l’évolution future des cours sans rien

connaître des informations qui seront publiées ultérieurement, c'est prendre un risque considérable.

Tendance, résistances et supports

« Erreur », répondent les chartistes. Un examen attentif des cours passés peut permettre de dégager une *tendance*, une dynamique. Si une action monte régulièrement et réussit à franchir certains seuils, appelés *résistances*, il y a de fortes chances que la tendance haussière se poursuive et que cette action aille tester les résistances suivantes. De même, si une action baisse et franchit successivement un certain nombre de seuils, appelés *supports*, le risque est grand que la tendance baissière se prolonge et que cette action aille tester les supports suivants. Tout l'art du chartiste consiste à savoir déterminer avec précision où se situent ces seuils déterminants.

Le tunnel ou canal

Pour commencer, il faut déterminer la tendance. Pour cela, on joint les points hauts du graphique de cours (en prenant au moins trois points) et on trace une ligne qui sera la droite de résistance. De la même façon, on joint les points bas du graphique, qui permettent de déterminer une droite de support. On obtient souvent deux droites parallèles, qui déterminent un *tunnel* ou *canal* (voir Figure 8-1). Selon les cas, on a un tunnel haussier ou baissier. Tant que la courbe reste dans son canal, on a la possibilité de jouer des mouvements de baisse ou de hausse à très court terme avec des

objectifs de baisse ou de hausse déterminés par les droites de résistance et de support. Mais, évidemment, cela ne continue pas éternellement : il arrive un moment où la ligne de cours sort du tunnel, soit pour accélérer la tendance, soit pour l'inverser.

Dans certains cas, il arrive que les deux droites parallèles forment un tunnel qui n'est ni franchement haussier ni baissier ; dans ce cas, on parle d'un *rectangle*. En général, on sort d'un rectangle de la façon dont on y est entré, toute la période pendant laquelle la courbe est restée à l'intérieur du rectangle marquant une phase de pause, dans la hausse ou la baisse.

Chapitre 8 : Les outils purement boursiers d'aide à la décision

141

Figure 8-1 :

Tunnel ou

canal.

Le triangle

Il peut arriver aussi que les deux droites ne soient pas du tout parallèles et forment un triangle (voir Figure 8-2). Dans ce cas, l'incertitude est forte : le triangle signale une période d'hésitation. Mais tous les triangles ne se ressemblent pas et, plus on avance, plus on voit à quel type de triangle on a affaire. Si les droites de résistance et de support suivent une pente comparable par rapport à l'horizontale, on a un triangle symétrique ; en

principe, une fois la période d'hésitation terminée, le cours devrait reprendre son orientation antérieure. Si la droite de résistance est horizontale alors que la droite de support est nettement haussière, on est en face d'un triangle ascendant ; la sortie se fera par le haut. En revanche, si c'est la ligne de support qui est horizontale alors que la ligne de résistance est franchement descendante, le risque d'une sortie par le bas est fort ; on est en présence d'un triangle descendant.

Figure 8-2 :

Triangle

symétrique.

Les principales figures

Les exemples le montrent : toute la question, une fois que l'on a déterminé une tendance, est de voir si cette tendance peut se prolonger ou si l'on se rapproche d'un point de rupture éventuel, c'est-à-dire du moment où le cours risque de connaître une inflexion forte, en accélérant la tendance passée ou, au contraire, en changeant de tendance. Le premier cas est assez simple : le cours sort tout simplement de son canal, haussier ou baissier, et accélère le mouvement. Le second cas est plus compliqué, car il est rare que le changement de tendance s'effectue de façon très nette. En général, si l'on se

place par exemple dans le cas d’un mouvement haussier, la fin du mouvement

se signale par plusieurs phases d’accélération qui n’arrivent pas à s’inscrire dans la durée et l’action retombe après avoir épuisé son potentiel de gain.

La tête-épaules

Ces mouvements erratiques en fin de parcours forment très fréquemment une figure caractéristique appelée « tête-épaules » (voir Figure 8-3). Le titre grimpe assez vite puis il retombe, ce mouvement formant la première épaule. Puis il repart de l’avant, nettement plus haut, et revient au niveau antérieur. Le relief ainsi créé forme la tête et le niveau auquel le titre retombe détermine la ligne de cou. Ensuite l’action repart de l’avant, vers un point haut comparable à celui de la première épaule et en tout cas inférieur à celui de la tête ; après cet ultime sursaut, il revient sur la ligne de cou, qu’il ne tarde pas à franchir à la baisse.

Figure 8-3 :

Tête-

épaules.

Évidemment, dans la pratique, il n’est pas toujours aisé de comprendre où vont les cours. Ce n’est qu’une fois que la figure est à peu près complètement

dessinée qu'on voit où l'on va. C'est d'autant plus compliqué que, parfois, la tête n'apparaît pas et qu'on a simplement deux épaules, qui déterminent une courbe en forme de M. Mais cette figure très classique se retrouve fréquemment et, avec un peu d'expérience, on finit par la repérer tout de suite. Un des plus beaux exemples recensés au cours de ces dernières années a été la configuration de l'indice CAC 40 qui, en 2007, a dessiné une tête-épaules de toute beauté ; la suite a évidemment été moins belle… et surtout moins agréable pour les actionnaires non avertis qui n'avaient pas vu venir la baisse.

La tête-épaules inversée

Comme son nom l'indique, cette figure est l'inverse de la précédente. On a une action qui interrompt sa baisse par une première remontée ; elle rechute, souvent plus bas que précédemment, repart vers un point généralement situé au-dessus du plus-haut précédent, fléchit de nouveau, mais remonte aussitôt vers la ligne de cou, qu'elle franchit, et continue son ascension. Dans ce cas aussi, il arrive que la tête ne puisse être nettement distinguée. On a alors simplement deux creux vers le bas avant la remontée finale et l'ensemble ressemble plutôt à un W.

Le drapeau

Dans le langage imagé des boursiers, le drapeau (voir Figure 8-4) est une

figure caractéristique des phases de consolidation. Pour le comprendre, il faut se souvenir que, en Bourse, « consolider », cela veut dire en fait

« baisser ». Mais il ne s'agit pas ici de n'importe quelle baisse : il s'agit de celle qui survient après une période de hausse, lorsque l'action considérée fait une pause et reprend des forces avant de partir vers de nouveaux sommets. Le mât du drapeau correspond à la phase de hausse initiale ; le drapeau lui-même est un canal légèrement baissier, dont le cours ressort par le haut. Comme pour la tête-épaules, on retrouve le drapeau en sens inverse, lorsqu'une action observe une pause au milieu de sa phase descendante.

Figure 8-4 :

Drapeau.

Le volume des actions échangées chaque jour est un élément d'information complémentaire très utile. Dans l'exemple du drapeau, normalement, le volume de transactions diminue assez régulièrement au fur et à mesure que l'on avance dans le canal baissier ; cela montre bien que les détenteurs de ce titre ne sont pas inquiets et que, au contraire, plus il baisse, moins ils ont envie d'en vendre, car ils sont persuadés qu'il remontera. Et c'est ce qui finit par arriver.

D'une façon générale, chaque graphique d'analyse technique doit normalement être accompagné d'un second graphique montrant l'évolution

journalière du volume des transactions ; on constate que les grands mouvements sur les cours se font généralement avec des volumes de transactions élevés. Ces derniers sont donc à surveiller de très près : une agitation grandissante autour d'un titre est un signal fort indiquant qu'il va se passer quelque chose sur ce titre, dans un sens ou dans l'autre, selon la situation.

Chapitre 8 : Les outils purement boursiers d'aide à la décision

145

S'appuyer sur des bâtonnets…

L'analyse reposant sur une courbe où chaque point représente le cours du jour du titre considéré présente un intérêt certain, mais, dans les périodes agitées, cela ne suffit plus. Il faut des informations plus précises. Les spécialistes recourent alors à des systèmes ingénieux leur permettant de voir d'un seul coup d'œil ce qui se passe jour après jour de façon très détaillée. Il y a les inconditionnels des bâtonnets (dans le vocabulaire anglais souvent employé, on parle de *bar charts*) : chaque séance de Bourse est représentée par une barre verticale qui relie le point le plus haut atteint dans la journée au point le plus bas ; le cours d'ouverture est signalé par un petit tiret horizontal orienté vers la gauche, le cours de clôture par un tiret orienté vers la droite (voir Figure 8-5). Au lieu d'avoir une simple courbe représentant l'évolution de la Bourse au cours de la période récente, on a ainsi une

succession de barres donnant quatre informations pour chaque journée là où le point ne peut, évidemment, en donner qu'une, celle du cours de clôture.

Figure 8-5 :

Bâtonnet.

… ou s'éclairer avec des bougies japonaises ?

La bougie japonaise (voir Figure 8-6) est une variante améliorée de ce procédé. Chaque séance de Bourse est représentée par un cylindre vertical. Le haut et le bas du cylindre sont déterminés par le cours d'ouverture et le cours de clôture. Si le cours de clôture est supérieur au cours d'ouverture, c'est-à-dire si la séance a été favorable, le cylindre est blanc, et dans le cas contraire il est noir. Si, en cours de séance, des cours plus hauts et plus bas que ceux d'ouverture et de clôture ont été enregistrés, un trait vertical (une mèche) sort de la bougie vers le haut et un autre va vers le bas jusqu'à ces cours extrêmes. On a donc exactement les mêmes informations qu'avec les bâtonnets, mais la couleur de la bougie permet de repérer encore plus vite les bonnes et les mauvaises séances.

Figure 8-6 :

Bougies

japonaises.

Ne jamais oublier les moyennes mobiles

En juxtaposant les cours de clôture d'une valeur ou d'un indice, on obtient une ligne qui retrace l'histoire de ces cours. Cette ligne peut faire apparaître des figures caractéristiques comme celles que nous avons rapidement décrites. Mais elle risque de ne pas faire apparaître de tendance claire si l'on ne la complète pas par une ou plusieurs autres lignes que l'on appelle des « moyennes mobiles ». Chaque point correspond à la moyenne du cours du jour et des cours des jours précédents. Ainsi, dans les graphiques que publient les journaux financiers, la courbe des cours est généralement accompagnée par celle de la moyenne mobile à 200 jours, dont chaque point est obtenu en additionnant le cours du jour et ceux des 199 jours précédents, le tout divisé par 200. Cette moyenne mobile a l'avantage de lisser les variations quotidiennes et de dessiner une tendance de long terme. On peut compléter le graphique par une moyenne mobile de plus courte période (50 jours ou 20 jours, par exemple), pour avoir une idée de la tendance récente. La confrontation de ces deux ou trois courbes peut donner des indications intéressantes : par exemple, si le cours de clôture passe au-dessus de la moyenne mobile longue et de la moyenne mobile courte,

ce peut être un signal d’achat. Il en est de même au moment où la moyenne

mobile courte passe au-dessus de la moyenne mobile longue. Le même raisonnement s’applique pour déterminer le moment où il peut être conseillé de passer un ordre de vente.

Même ceux qui ne sont pas habitués à se servir de l’analyse graphique peuvent avoir intérêt à surveiller l’écart existant entre la courbe de cours classique et la moyenne mobile à 200 jours : un écart trop important entre les deux peut signaler que des excès sont en train de se commettre à la hausse comme à la baisse sur une valeur (ou sur l’ensemble du marché si l’on regarde les courbes des indices). Avant un krach ou un retournement du marché, on constate généralement que la hausse s’accélère brutalement et que la courbe de l’indice s’éloigne de sa moyenne mobile à 200 jours ; dans ce cas, la prudence est vivement conseillée.

L’incroyable M. Munehisa Homma

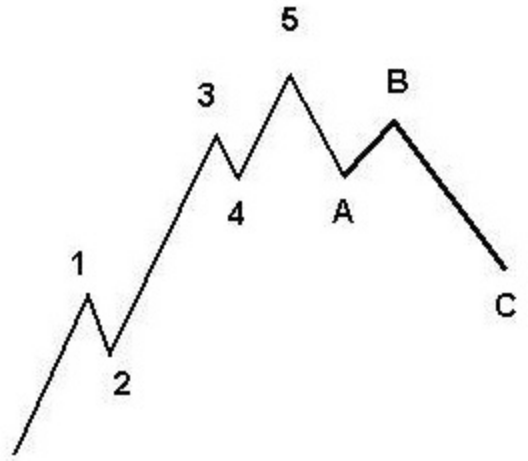
Vous n’avez probablement jamais entendu marché à terme où l’on échangeait des coupons parler de M. Homma. Pourtant, dans la galerie représentatifs de quantités de riz devant être des grands financiers, des Rothschild à Warren livrées à des dates déterminées. Le marché du Buffett, il mériterait bien d’avoir son portrait. « riz papier » était né. M. Homma, qui s’y inté-

Ce serait d’ailleurs l’un des plus anciens, ressait beaucoup, et avec succès, réunit dans puisque M. Homma a exercé ses talents au deux ouvrages les principales réflexions que Japon au xviiie siècle. Issu d’une riche famil e lui inspirait sa longue expérience. Il développa de négociants et propriétaires terriens vivant notamment une thèse d’une grande modernité au milieu des rizières, il est naturellement sur le rôle majeur joué par la psychologie des appelé à s’intéresser au commerce du riz, opérateurs dans le processus de formation des alors en pleine expansion. Pendant longtemps, prix. Ce fut lui aussi, et surtout, qui inventa les le Japon a connu une multitude de marchés fameuses bougies japonaises (ou chandeliers) où l’on achetait et vendait le riz « physique » ; destinées à représenter graphiquement l’évo-puis, certains seigneurs locaux, rencontrant lution des cours en Bourse. Selon la légende, il quelques problèmes dans la gestion de leur réalisa un jour 100 opérations financières qui domaine, ont été amenés à hypothéquer les furent toutes gagnantes ! Et, toujours selon la récoltes futures ; alors, à Osaka, déjà le plus légende, M. Homma était devenu l’homme le important marché au comptant, s’ouvrit un plus riche du Japon.

Surfer sur les vagues d’Elliott

La Bourse, vous aurez l’occasion de le constater rapidement, ne connaît

pas la ligne droite. Elle ne va jamais directement d’un point bas vers un



sommet ; elle y va par avancées et reculs successifs qui, graphiquement,

ressemblent à des vagues. Puis elle redescend, également par vagues successives. Il était tentant de regarder ces mouvements de plus près et de voir s'ils ne se reproduisaient pas avec une certaine régularité. L'Américain Ralph Nelson Elliott a effectivement cru déceler des cycles boursiers qui se répètent. Chaque cycle serait composé de huit mouvements : cinq dits de « tendance » dans la phase de hausse (numérotés de 1 à 5), trois dits de « correction » dans la phase de baisse (nommés de A à C). La phase de hausse comprendrait trois mouvements haussiers entrecoupés de deux mouvements baissiers ; la phase de baisse comprendrait deux mouvements baissiers séparés par un mouvement haussier.

Figure 8-7 :

La vague

d'El iott.

Ceux qui s'intéressent à la théorie fractale, qui désigne des objets dont la structure est constante quelle que soit l'échelle à laquelle on les observe, sont ici chez eux. Une courbe d'Elliott peut en cacher une infinité d'autres, car chaque mouvement de la vague cache lui-même une vague plus courte, et ainsi de suite. Inversement, chaque vague peut être schématisée par un mouvement d'une autre vague de plus grande ampleur. Si on trouve des mouvements sur une semaine qui semblent former une vague d'Elliott (dans

la pratique, il est difficile de descendre sur une période de temps plus courte, même si des professionnels le font), on peut voir que cette vague représente un mouvement d'une vague plus ample qui s'est déroulée sur deux mois. Et cette deuxième vague est elle-même un mouvement d'une vague qui s'est déroulée sur près d'un an et demi, etc.

Ainsi, en s'inspirant de cette théorie, on peut trouver à quel moment on s'inscrit dans un cycle court de quelques jours ou un cycle de plusieurs mois ou années, voire un super cycle de plusieurs décennies.

Chapitre 8 : Les outils purement boursiers d'aide à la décision

149

Dans la pratique, cet outil n'est pas très simple à manier (voir notre exemple d'une mauvaise compréhension d'un cycle long). Les différentes phases d'une vague ne sont pas faciles à repérer, surtout pour un néophyte. Mais la vague d'Elliott est très utilisée par l'analyse graphique pour prendre des positions à très court terme. Les outils d'analyse graphique proposés par les courtiers en ligne peuvent permettre de retrouver ces vagues d'Elliott. Et pour ceux qui sont vraiment décidés à intervenir de façon quasi quotidienne sur les marchés, particulièrement pour travailler avec des produits dérivés comme les certificats turbo, dont nous parlerons plus loin, des spécialistes fournissent clés en mains (moyennant rémunération, bien

sûr) des graphiques utilisant les vagues d'Elliott permettant de réaliser des opérations de très courte durée, variant entre un jour et une semaine.

Prévoir les prochains creux ou sommets

avec les retracements de Fibonacci

La théorie d'Elliott aurait pu sombrer assez vite dans l'oubli (comme pour le Loto, on ne compte plus les théories fumeuses prétendant prévoir les mouvements de la Bourse !), si elle ne s'appuyait pas sur des règles mathématiques qui, aussi incroyable que cela puisse paraître, s'appliquent aux marchés financiers avec une troublante régularité. Elliott a en effet utilisé la règle du nombre d'or trouvée au début du xiiie siècle par le mathématicien italien Leonardo Fibonacci. À la base, on a une suite de nombres, dont chacun est la somme des deux précédents : 1, 2, 3, 5, 8, 13, etc. En divisant chaque nombre par le précédent, on obtient un résultat voisin de 1,618, le nombre d'or (plus on prend des nombres élevés, plus on se rapproche du nombre d'or) ; quand on divise chaque nombre de la suite par le suivant, on obtient un résultat qui tend vers 0,618.

À partir de ces ratios, on a établi des pourcentages (38,2 %, soit 100 – 61,8, 50 %, 61,8 %). Selon l'analyse graphique, lorsqu'un marché monte, il subit ensuite une correction (on parle alors de « retracement ») qui lui fait annuler 38,2 %, 50 % ou 61,8 % de ses gains. Un mouvement comparable se fait à la

hausse après une baisse. Le plus troublant est effectivement que ces règles se vérifient très fréquemment (dans la pratique, beaucoup d'analystes, un peu oublieux des règles originelles, se servent de ratios de 33 %, 50 % et 66 %). Quand le marché repart à la baisse, l'analyse graphique montre qu'il devrait trouver un premier support après avoir abandonné un tiers de sa dernière hausse ; s'il continue à baisser, alors les analystes se préparent à trouver un autre support à la moitié de cette hausse, etc. Et, miracle, cela marche souvent.

Vagues d'Elliott : exemple d'interprétations

erronnées

Le problème des vagues d'El iott, nous l'avons 2003-2007 marquait le premier mouvement dit, est qu'il très difficile de savoir exactement de la phase de hausse d'un nouveau cycle. À

où on est dans le cycle. Les spécialistes sont l'été 2007, on était entré dans le mouvement 2, rarement d'accord à ce propos. C'était encore mouvement de baisse au cours duquel la Bourse le cas à la fin de la première décennie des retraçait une partie du chemin parcouru au années 2000 dans le cadre d'analyses de long cours du mouvement 1.

terme. Pourtant, quel e que soit l'interpréta-

tion retenue, el es étaient très favorables au Alors, un nouveau cycle aurait-il commencé en placement en actions.

2003 ou le début de ce cycle devait-il être plutôt

inscrit en 2010-2011, à la fin du mouvement C

En effet, deux hypothèses étaient principale- de la phase de correction du cycle précédent ?

ment envisagées. Selon la première, la baisse Dans tous les cas de figure, en raisonnant à de la Bourse intervenue à partir de juil et 2007 long terme, on était dans une période assez marquait le début du mouvement C d'une phase favorable à l'investissement boursier, avec la de correction entamée en 2000 ; dans cette perspective d'un prochain sommet qui pouvait hypothèse, la hausse enregistrée entre 2003 se situer quelque part entre 2023 et 2031.

et 2007 était le mouvement B de cette phase

de correction, qui suivait une vague de hausse La calamiteuse année 2011 a déjoué ces d'une vingtaine d'années entamée au début des calculs. Il faut revoir les analyses. Mais partant années 1980.

d'un CAC 40 faible à 3 159,81 fin 2011, on peut

raisonnablement miser sur une hausse à un

Selon une autre interprétation, la phase de horizon de dix ans !

correction s'était terminée en 2003. La période

Se méfier des trous de cotation

Il arrive que les marchés montent (ou baissent) très vite. Dans la

précipitation, il leur arrive de franchir des *gaps*, c'est-à-dire de procéder par des bonds en avant (ou en arrière) en brûlant des étapes. Ces excès de

précipitation sont souvent corrigés dans les semaines qui suivent. Prenons

un exemple. Le 3 mars 2009, l'action Vinci atteint en séance un plus-haut de

25,49 points. Le lendemain, dès le début de la séance, elle s'inscrit en nette

hausse, à tel point qu'elle s'affichera au plus bas de la séance à 25,82 points. On constate ainsi que, entre les deux séances, il y a une zone allant de 25,49 à 25,82 que le titre a survolée sans se poser. C'est ce que les spécialistes de l'analyse technique nomment un *gap* ou trou de cotation.

Chapitre 8 : Les outils purement boursiers d'aide à la décision

151

Or, l'expérience montre qu'un trou de ce genre est toujours comblé et que, à un moment ou à un autre, le marché va revenir occuper, ne serait-ce que de façon momentanée, cet espace laissé vierge de cotation. Dans notre exemple, cela n'a pas tardé. Le titre s'est montré plus hésitant au cours des deux séances suivantes et, le 9 mars, il a terminé la séance à 25,54, après un plus-bas à 25,26 qui lui a permis d'effacer complètement le trou de cotation. Au cours de la période agitée que le marché a vécue entre 2007 et 2011, on pourrait multiplier presque à l'infini les exemples de trous de cotation comme celui-là qui ont été ensuite comblés.

Comment cela s'explique-t-il ? En fait, cela ne s'explique pas, on le constate, tout simplement. Si l'on veut à tout prix trouver une explication (morale, de surcroît !), on peut dire que le marché, chaque fois qu'il commet un excès, finit toujours par le payer. Or, franchir des zones de cours sans s'arrêter, dans un sens ou l'autre, c'est bien commettre un excès de vitesse.

Notre exemple s'applique à une valeur. On pourrait en citer d'autres concernant des indices. Il est fréquent de trouver une allusion à de tels trous de cotation dans des commentaires de graphiques boursiers.

Ne pas oublier le RSI, ni le momentum

Selon sa signification anglaise, le RSI (Relative Strength Index, soit « indice de force relative ») complète l'analyse des courbes de cours par un calcul : le rapport entre la moyenne des hausses et la moyenne des baisses sur un certain nombre de jours. On en déduit que le titre est dans une zone de surachat ou de survente, ou entre les deux. Parallèlement à la courbe des cours, certains journaux financiers et tous les sites spécialisés publient la courbe du RSI, avec les limites indiquant les principales zones : en dessous de 30, l'action est survendue, ce qui peut indiquer une forte probabilité de retournement ; entre 30 et 70, on est dans une zone de neutralité ; au-dessus de 70, l'action est considérée comme surachetée et court donc le risque de repartir à la baisse. Autant le savoir.

Il en est de même pour le *momentum*, qui mesure la vitesse d'évolution d'un titre, par la différence entre le cours de clôture du jour et celui des jours précédents. Comme le RSI, le calcul du *momentum* vient en complément de l'analyse du graphique de cours.

MACD et bandes de Bollinger

La MACD (*moving average convergence divergence*) est une façon très

technique d’utiliser les moyennes mobiles et le signal donné par leur croisement. Il faut d’abord préciser que, dans ce cas, on n’utilise pas les

moyennes mobiles arithmétiques (somme des cours de clôture d’un certain nombre de séances divisée par le nombre de séances), mais des moyennes mobiles dites exponentielles, pour le calcul desquelles on donne un poids plus élevé aux dernières séances, de façon à donner plus de force à la tendance récente (rassurez-vous, vous n’avez pas à faire les calculs, les logiciels graphiques à votre disposition sur le site de votre courtier ont fait le travail pour vous). On se sert en général des moyennes mobiles à douze et vingt-six jours. Une ligne droite de référence est la ligne zéro de la MACD :

c’est la ligne théorique qui représente le cas où il n’y a pas de différence entre les deux moyennes, c’est le calme plat. La ligne de MACD, qui représente les écarts journaliers réellement constatés entre les deux moyennes, évolue autour de cette ligne zéro ; plus elle s’en écarte, plus cela signifie que les mouvements sont rapides. On ajoute ensuite une ligne dite de signal, qui représente la moyenne mobile à neuf jours. Le croisement entre ces deux dernières lignes donne les signaux d’achat et de vente.

Cette technique a un avantage : elle donne des signaux plus précoces que les croisements des moyennes mobiles habituelles. Mais évidemment, plus le

signal est précoce, plus le risque est grand qu'il soit erroné. Il faut donc s'en servir avec précaution.

Ceux qui aiment faire des allers-retours rapides aiment aussi utiliser les bandes de Bollinger, du nom de celui qui a mis au point cet outil, John Bollinger. Il s'agit en fait de trois courbes utilisant les moyennes mobiles classiques à vingt jours (dans la version la plus usuelle, mais rien n'interdit de se servir d'autres durées). Une courbe représente cette moyenne mobile ; elle est encadrée par deux courbes, les bandes, situées chacune à deux fois l'écart-type constaté sur la période.

Pour ceux qui ne sont pas habitués aux calculs statistiques, précisons que l'écart-type sert à mesurer la dispersion des données que l'on mesure. Si les marchés sont calmes, les écarts constatés entre les cours enregistrés sur chaque période de vingt jours sont modestes et donc les bandes assez resserrées. En revanche, dans les périodes de forte volatilité, la dispersion des cours est grande, l'écart-type s'élève et les deux bandes sont plus éloignées l'une de l'autre.

À quoi servent ces bandes ? À montrer quelles sont théoriquement les variations de cours d'une valeur qui peuvent être enregistrées à très court terme. En principe, si le cours vient buter sur la bande inférieure, il va avoir tendance à remonter vers la bande supérieure. C'est donc une indication très

précieuse pour savoir à quel cours on peut acheter et à quel cours on doit envisager de vendre si on veut faire un aller-retour rapide. Mais là encore, ce n'est qu'un outil d'aide à la décision, ce n'est pas une recette miracle : si la volatilité baisse ou monte rapidement, les bandes vont se resserrer ou s'élargir et vous pouvez avoir des surprises. Il n'en demeure pas moins que c'est un bel outil, très apprécié.

Chapitre 8 : Les outils purement boursiers d'aide à la décision

153

Si vous vous intéressez vraiment à l'analyse technique, vous rencontrerez encore d'autres termes. C'est en effet une branche qui s'est vigoureusement développée à côté de l'analyse fondamentale et qui mériterait un ouvrage à elle seule. Mais, avec ces notions de base, vous avez de quoi comprendre la plupart des commentaires que vous trouverez dans la presse spécialisée. C'est merveilleux, pensez-vous sans doute, on a là une technique permettant de prévoir l'orientation des cours futurs en regardant les cours passés et même de déterminer l'ampleur des mouvements de hausse ou de baisse. De fait, l'analyse graphique a des partisans ardents qui ne jurent que par elle et ne s'encombrent pas d'analyse fondamentale. D'un autre côté, vous avez des esprits rationnels qui ne croient qu'à l'analyse fondamentale et se raillent de l'analyse graphique. Il faut dire que cette dernière n'est pas

aussi facile à utiliser qu'on pourrait le croire, et les conclusions que l'on peut en tirer prêtent assez facilement à la moquerie. Sans avoir trop à forcer le trait, on aboutit en effet à des commentaires du genre : « Le titre qui vaut actuellement 42 € devrait progresser vers 46 €, puis 50 € ; mais s'il descend en dessous de 40 €, il faudra revoir ce scénario. » Autrement dit, l'action considérée doit monter, mais si elle baisse, elle ne montera pas… La caricature est facile !

'OUBLIEZ PAS ! Pour notre part, nous conseillons à l'investisseur boursier de faire d'abord confiance à l'analyse fondamentale et d'affiner son jugement grâce à l'analyse

N

technique. Si les deux analyses vous conduisent à la même conclusion, allez-y. Mais si, par exemple, l'étude des comptes, de la stratégie et de la situation d'ensemble d'une entreprise vous donne envie d'acheter le titre, regardez les graphiques avant de passer à l'acte : peut-être vous inciteront-ils à reporter votre achat pour le réaliser à un cours plus faible ou, finalement, à y renoncer. Les graphiques donnent parfois des indications sur l'évolution boursière avant même que l'information financière ou économique permettant de justifier cette évolution soit connue.

Nous recommandons tout particulièrement de bien suivre l'évolution de l'analyse graphique des grands indices boursiers : ceux qui ont tenu compte

des avertissements donnés ainsi en 2007 et 2008 ont pu sortir du marché avant qu'il ne soit trop tard et éviter d'y revenir trop tôt.

Cela dit, pour ceux qui ne gardent jamais les titres longtemps en portefeuille et font des allers-retours rapides ou pour ceux qui utilisent surtout les produits dérivés dont nous parlerons plus tard (certificats, warrants, etc.), l'analyse graphique est tout simplement indispensable.

Pour les fous de mathématiques : l'analyse quantitative

L'analyse technique et le calcul des retracements laissent penser que les mathématiques peuvent être mises au service de la Bourse. Les analystes quantitatifs s'y emploient par l'utilisation d'une analyse financière approfondie des sociétés qui leur permet de déceler de façon précoce les changements qui seront à l'origine des performances futures. L'idée de base est la suivante : il ne faut laisser aucune part aux idées ambiantes, aux modes, aux émotions. Au contraire, il faut partir d'une analyse purement objective permettant d'être prêt à saisir la valeur à l'instant même où le marché commence à s'y intéresser et de la vendre juste avant qu'elle n'ait atteint son pic. Les modèles utilisés visent à une gestion scientifique, basée sur les calculs de probabilités, en essayant de trouver en permanence un

équilibre optimal entre risque et rentabilité. Toute intervention subjective du gérant serait inefficiente.

N'ayez crainte : nous n'irons pas plus loin dans la présentation de l'analyse quantitative. Mais il vous faut au moins avoir une vague idée de ce que c'est, parce qu'à un moment ou à un autre de votre vie d'épargnant vous rencontrerez sûrement des gérants de portefeuille mettant en œuvre des modèles de gestion quantitative.

Une méthode est-elle supérieure à l'autre ? La gestion quantitative est en théorie très séduisante, elle donne de bons résultats, mais ces derniers dépendent de la façon dont elle est mise en œuvre. Il n'y a pas de miracle, pas de martingale, pas de technique marchant à tout coup. En tout cas, pour beaucoup de boursiers, la technique ne doit être qu'un outil d'aide à la décision. Et celle-ci, nous allons le voir, dépend d'un nombre élevé de facteurs.

Chapitre 9

Procéder aux bons arbitrages au bon moment (1) : au rythme de la conjoncture

Dans ce chapitre :

▸ Comment suivre les cycles économiques et boursiers

▸ Repérer les statistiques qui font bouger les marchés

▸ Prévoir les changements d'orientation de la politique monétaire

S avoir lire les comptes des entreprises, connaître les principaux ratios boursiers, c'est bien, mais cela ne suffit pas. Nous l'avons vu dans le chapitre précédent, ce n'est pas parce qu'une action n'est pas chère qu'il faut se précipiter pour l'acheter : elle peut rester durablement à un cours modeste, voire baisser encore. Il faut tenir compte du contexte boursier d'ensemble – il y a des périodes favorables où il faut investir en Bourse, il y a des périodes où la sagesse commande de s'abstenir. Bref, on n'intervient pas sur les marchés à n'importe quel moment : il faut toujours avoir l'œil rivé sur le calendrier.

L'économie, encore et toujours

Nous l'avons vu, il n'y a pas toujours concomitance parfaite entre la hausse du produit intérieur brut d'un pays ou d'une région et la tenue de son marché boursier. Les décalages dans le temps sont fréquents, car la Bourse essaie toujours d'anticiper les événements futurs. Elle peut se trouver très dynamique alors que l'économie est atone, parce que les investisseurs jouent déjà la carte du redressement de l'activité. À l'opposé, elle peut se montrer

morose si l'euphorie économique du moment lui paraît devoir se terminer

bientôt.

Encore les choses ne seraient-elles pas trop compliquées si les hausses ou les baisses de la Bourse correspondaient aux cycles de croissance ou de ralentissement de l'économie, avec simplement des décalages dans le temps de quelques mois ou trimestres. Cela supposerait d'ailleurs que les marchés aient une capacité de prédire l'avenir quasiment infaillible. Ce qui est loin d'être le cas. Rappelons l'exemple du krach de 1987 : une chute aussi brutale des cours pouvait laisser prévoir le pire, et d'ailleurs certains « experts » ne se privaient pas d'annoncer de futures catastrophes. Or, que s'est-il passé ? L'année suivante, le PIB des États-Unis progressait de 4,1 % et celui de la France de 4,6 % ; et 1989 devait être encore une très belle année. « Le marché

des actions a prédit neuf des cinq dernières récessions », ironisait, en 1966, le grand économiste américain Paul Samuelson. Il paraît difficile de lui donner tort…

Mais la Bourse a d'autres obsessions : elle n'aime ni les taux d'intérêt élevés ni les mouvements trop brutaux sur les taux de change. Cela nous amène à développer et préciser certains points abordés au chapitre 5.

Surveiller la hausse des prix…

Pour un actionnaire, qui mise sur la croissance, le risque majeur se situe dans la déflation, et la tentation est donc forte de n'accorder qu'une attention

mineure aux risques d’inflation.

Les banques centrales, elles, ne partagent pas ce point de vue. La Banque centrale européenne (BCE), par exemple, a pour objectif une inflation qui ne doit pas dépasser 2 % mais en être proche, ce qui correspond précisément à l’idée qu’il faut éviter la déflation et veiller à avoir toujours un peu d’huile dans les rouages. Mais, dans le même temps, la BCE, en durcissant le ton dès que la barrière de 2 % risque d’être franchie de façon durable, exprime une autre idée : si on laisse filer l’inflation, cela peut devenir dangereux pour l’économie.

Chaque épisode de tension sur les prix présente toutefois ses spécificités. Par exemple, en 2007 et au premier semestre de 2008, le problème venait du pétrole et des matières agricoles. Les autres prix sont restés assez sages. Le pétrole et ses dérivés pouvant être utilisés à la fois comme matière première (dans la chimie, par exemple) ou comme source d’énergie, beaucoup de secteurs ont été touchés, mais tous ne l’ont pas été, notamment dans les services peu consommateurs d’énergie (ce qui n’est pas le cas du transport !). Il faut toutefois signaler que certains services ont rencontré au même moment des problèmes très graves pour d’autres raisons (c’était notamment le cas de la banque et de la finance). Dans un tel contexte, il

faut regarder quelles sont les activités et les entreprises dont les marges bénéficiaires souffrent le moins et revoir la composition sectorielle de son portefeuille.

Mais l'inflation peut finir par toucher l'ensemble de l'économie. Cela avait été le cas en France, par exemple, lors des deux premiers chocs pétroliers. L'inflation s'était alors propagée par le biais des hausses de salaires. C'est pourquoi il a été décidé en 1982 (par un gouvernement de gauche !) de mettre un terme à l'indexation des salaires sur les prix. On notera à ce propos que l'obsession de la Banque centrale européenne est l'inflation dite de « second tour », celle qui, précisément, se déclenche lorsqu'on entre dans une spirale prix-salaires-prix, etc. Dans ce cas, chacun tente de sauver ses marges bénéficiaires ou son pouvoir d'achat en relevant ses prix ou en demandant des hausses de salaires, et le mouvement se poursuit jusqu'au jour où le gouvernement intervient pour siffler la fin de la partie en bloquant tout, les salaires et les prix ; ou alors, c'est la banque centrale qui relève brutalement les taux et fait plonger à la fois l'activité et les prix. Dans ce dérèglement de l'économie, tout le monde est perdant et, alors, le plus sage est sans doute d'alléger provisoirement ses positions en Bourse.

Les gouvernements et les banques centrales ont appris à lutter, plus ou moins énergiquement, contre le désordre de l'inflation et à agir avant qu'il

ne soit trop tard. Mais cette action préventive, certes préférable, n'est pas indolore. Et cela nous amène au point suivant.

… *les banques centrales.…*

Que peut faire une banque centrale pour empêcher le déclenchement d'une spirale inflationniste ? Relever ses taux directeurs. Qu'est-ce que cela signifie et quelles en sont les conséquences ?

Les banques qui ont des liquidités ne les gardent pas inutilisées. L'argent doit toujours travailler. Elles prêtent alors ces liquidités à d'autres banques qui, à ce moment-là, en manquent. Ces prêts se font à court terme, pour des durées allant de vingt-quatre heures à douze mois, sur un marché dit « interbancaire » ou « monétaire ». Chaque monnaie a ainsi son propre marché

monétaire. Il y a un marché monétaire du dollar, de l'euro, etc. Sur ce marché,

l'offre et la demande ne s'équilibrent pas de façon spontanée ; il peut y avoir à un moment donné plus de demandes de liquidités qu'il n'y a d'offres, ou le contraire. L'équilibre se fait alors par la banque centrale, qui, sous certaines conditions et selon des procédures qui varient d'une banque centrale à l'autre, prête l'argent à court terme demandé par les banques commerciales ou qui, au contraire, retire des liquidités.

La banque centrale n'est pas passive : elle ne fournit pas l'argent dans la

quantité et au prix demandés par les banques. C’est elle qui décide des

quantités et des prix. Elle peut, si elle juge que c’est nécessaire, injecter des liquidités dans l’économie ou en retirer ; elle peut, selon les besoins du moment, monter ou baisser les taux auxquels elle prête aux banques. Ces taux sont appelés « directeurs » parce qu’ils servent de référence à toutes les transactions sur le marché monétaire : selon que la banque centrale monte ou abaisse ses taux directeurs, les taux interbancaires montent ou baissent.

La Bourse n’apprécie guère les périodes de relèvement des taux directeurs, car, inévitablement, cela conduit à un ralentissement, voire à un recul de l’activité ; les entreprises peinent à maintenir leurs bénéfices au niveau antérieur et les cours ont tendance à baisser. Face à des taux d’intérêt à court terme élevés, les investisseurs avisés sont tentés de vendre leurs actions et de placer leurs liquidités sur des produits du type sicav ou FCP monétaires, qui rapportent bien et (normalement) sans risques.

Il reste à savoir si les banquiers centraux peuvent faire preuve d’une réelle indépendance face au pouvoir politique et aux milieux financiers : de chaque côté, on trouve des gens ayant la même formation, appartenant au même monde, et les banquiers centraux, lorsqu’ils quittent leur fonction officielle, auréolés de leur prestige et dotés d’un carnet d’adresses bien garni, peuvent

espérer trouver un poste grassement rémunéré dans un établissement financier privé… Ainsi, il est fréquemment reproché à la Réserve fédérale des États-Unis d'être trop sensible aux arguments des financiers de Wall Street et de mener une politique monétaire souvent trop laxiste, qui facilite la formation de « bulles » spéculatives et aboutit à des crises à répétition (effondrement de la Bourse au début des années 2000, chute de l'immobilier et crise des *subprimes* en 2007, etc.).

À l'opposé, les milieux financiers reprochent à la Banque centrale européenne d'être trop rigide, de penser un peu trop à l'inflation et pas assez à la croissance. Le débat sur les qualités et les défauts comparés des deux grandes banques centrales n'est pas près de se terminer.

Il faut toutefois souligner que, si les milieux financiers n'aiment pas les hausses de taux directeurs, les points de vue peuvent diverger : si la banque centrale donne l'impression de ne pas faire son travail et de laisser l'inflation s'installer, le marché obligataire commence à s'inquiéter et les taux à long terme se tendent. Or, des taux à long terme qui augmentent, ce n'est bon ni pour l'économie ni pour la Bourse. Et puis, on sait comment cela se termine : la banque centrale sera de toute façon obligée de relever ses taux directeurs, et même peut-être plus fortement que si elle avait commencé plus tôt à durcir sa politique. Il est toujours dangereux pour une banque centrale d'arriver

trop tard, d'être « derrière la courbe », comme on dit sur les marchés.

En sens inverse, c'est logique, la Bourse apprécie les périodes de baisse des taux d'intérêt. Cela est particulièrement visible aux États-Unis, où la banque centrale n'hésite pas à ramener ses taux à un niveau très bas, quitte

à les monter ensuite très vite et très haut, alors que la BCE effectue des mouvements plus modérés (elle agit de façon réfléchie et pondérée, affirment ses défenseurs, elle est moins réactive, affirment ses détracteurs). Une étude menée à l'été 2007 par les économistes d'Exane BNP Paribas le montre sans la moindre ambiguïté : si l'on regarde les six phases d'assouplissement monétaire qui ont eu lieu aux États-Unis depuis le début des années 1980, on constate que toutes ont été très favorables aux actions, à l'exception notable de celle de 2001-2003 (la baisse des taux n'a pu empêcher le krach boursier déjà amorcé) ; un an après la première baisse des taux de la Réserve fédérale, l'indice S & P 500 a enregistré des hausses oscillant entre 4 % (en 1990-1991) et 22 % (en 1998-1999).

… et les variations de change

Vous avez été prévenus : quand on s'intéresse à la Bourse, il faut tout surveiller, la croissance, l'inflation, les taux d'intérêt. Mais cela ne suffit pas : il faut aussi surveiller les taux de change, qui sont très liés aux taux d'intérêt,

mais ne varient pas exactement comme eux. Des taux d'intérêt très hauts peuvent attirer des capitaux à la recherche de rendements élevés, mais ils ne rendent pas systématiquement une monnaie forte. D'autres paramètres sont à considérer, comme l'état des finances publiques, l'équilibre (ou le déséquilibre) du commerce extérieur et des autres postes de la balance des paiements courants. Il arrive fréquemment qu'une monnaie soit au sommet quand son économie est en haut de cycle.

Avant l'euro, dès que le dollar fléchissait et que le mark s'envolait, le franc se retrouvait en situation délicate. Pour préserver le cours de change face à la monnaie allemande, la Banque de France relevait ses taux, ce qui faisait plonger les cours de Bourse, suscitait des craintes accrues sur la santé de l'économie française et finissait par accroître la pression sur le franc, etc. Depuis que nous avons adopté la monnaie unique, les phases de baisse du dollar ne provoquent plus de chocs monétaires en série en Europe. Il n'en reste pas moins que les périodes de fortes variations des cours de change sont toujours mal vécues par la Bourse, surtout quand la tendance est au renchérissement de l'euro face aux autres monnaies, notamment face au dollar.

On l'a vu en 2007-2008 : un euro fort n'a pas que des inconvénients. Il permet

d'absorber plus facilement des hausses de prix des matières premières

(pétrole, produits agricoles, métaux) dont le prix international est fixé en dollars. En contrepartie, pour des acheteurs étrangers utilisant une monnaie qui se déprécie face à l'euro, les produits fabriqués dans la zone euro deviennent inabordables ; les consommateurs de la zone euro eux-mêmes ont tendance à accorder leur préférence à des produits issus d'autres zones monétaires, beaucoup moins chers. Résultats : les exportations de la zone

euro fléchissent tandis que les importations augmentent ; les entreprises locales ont de plus en plus de mal à faire face à la concurrence des pays à monnaie faible. À cela s'ajoutent les effets purement mécaniques de conversion des devises qui conduisent les entreprises à faire des calculs « à taux de change constants » qui permettent de comprendre pourquoi les chiffres publiés ne sont pas à la hauteur des espérances.

D'une façon générale, l'appréciation de la monnaie joue plutôt contre le marché. En effet, quand un investisseur fait ses comptes, il les fait toujours dans sa monnaie. Quand un investisseur américain (l'exemple n'est pas choisi tout à fait au hasard : les fonds américains pèsent lourd à la Bourse de Paris) compare ce que lui rapportent ses divers placements dans le monde, il fait ses calculs en dollars. Prenons l'exemple où le Dow Jones a reculé de 3 % et le CAC 40 de 9 %, avec, dans le même temps, une hausse de l'euro de

plus de 5 % face au dollar. Conséquence pour notre investisseur américain : ses avoirs en Europe ont reculé dans des proportions tout à fait comparables à celles de ses avoirs américains. Pour lui, la Bourse de Paris ne pose pas de problème particulier, elle n'est pas sous-évaluée puisqu'elle a évolué en gros comme la Bourse américaine. Quant à l'investisseur français, non seulement, il encaisse sa perte de 9 % sur le CAC 40, mais il en enregistre une autre presque équivalente sur son portefeuille de valeurs américaines, le recul du Dow Jones et celui du dollar se cumulant pour lui.

On comprend bien pourquoi les milieux financiers ne sont pas très enthousiastes, c'est le moins que l'on puisse dire, quand on parle des « vertus » de l'euro fort…

Pour clore ce sujet, rappelons tout de même que la période de remontée de l'euro allant de 2003 à 2008 a permis aux Européens de procéder à un nombre élevé d'acquisitions d'entreprises américaines ; dans un premier temps, cela n'a sûrement pas contribué à améliorer leurs résultats, mais, quand l'économie des États-Unis ira mieux et que le dollar sera de nouveau ferme, on verra que, grâce à l'euro fort, les entreprises européennes ont pu faire de bonnes affaires outre-Atlantique et que, en fin de compte, elles sont gagnantes. Mais, évidemment, sur le moment, une monnaie forte et, surtout, une monnaie qui monte très vite, ce n'est pas facile à digérer…

Le problème, en effet, est d'abord un problème d'adaptation. La vraie question n'est pas le niveau du taux de change, mais la rapidité avec laquelle on y est arrivé. Pour les entreprises comme pour les marchés, les périodes de fortes variations des taux de change sont toujours délicates.

Chapitre 9 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (1)

161

Banques centrales et marchés :

je t'aime, moi non plus

Qu'il s'agisse des marchés de change, de taux comprenaient qu'il y avait eu une modification ou d'actions, les banques centrales jouent un dans la politique monétaire.

rôle… central. Pourtant, les relations entre les

marchés et el es n'ont jamais été simples. Ainsi Tout cela a bien changé, en particulier depuis la Réserve fédérale, souvent accusée de trop une hausse des taux de la Fed du 4 février céder aux caprices de Wall Street, est aussi 1994 qui a surpris tout le monde et provoqué soupçonnée d'une indépendance très relative d'énormes dégâts sur les marchés des obli-face au gouvernement fédéral. Comme c'est gations et des actions. Pourtant, devant le souvent le cas, la réalité est plus subtile que Congrès, en janvier, Alan Greenspan avait fait ne le laisse penser cette double accusation des déclarations qui auraient dû être considé-

d'allégeance.

rées comme un avertissement. Mais le message

n'avait pas été bien compris…

Sur les relations avec le pouvoir, Alan

Greenspan, ancien président de la Fed, pose Depuis cette époque, les relations entre les très bien le problème : « Il existe un conflit de banques centrales (pas seulement la Fed) et fond entre les préoccupations à long terme ins- les marchés ont évolué vers plus de clarté. On crites dans les statuts de la Fed et cel es, à court peut en trouver une raison dans le rôle croissant terme, du personnel politique désireux de plaire joué par ces derniers dans le fonctionnement à ses électeurs. » Mais cette opposition entre de l'économie : les responsables monétaires court terme et long terme se retrouve aussi doivent faire avec eux et non pas contre eux.

dans les relations entre les banques centrales Aujourd'hui, en règle générale, lorsque les et les marchés, ces derniers étant évidemment dirigeants d'une banque centrale se réunissent, davantage soucieux de gains rapides.

on sait ce qu'ils vont décider : le terrain a été

préparé, le marché n'est pas pris par surprise,

Pendant longtemps, un dogme s'est imposé : la sauf en cas d'événements exceptionnels. La banque centrale, pour être efficace, devait être question est alors de savoir comment la décision imprévisible ; el e ne devait rien laisser deviner du jour sera commentée, de façon à essayer de de ses intentions et devait pouvoir frapper à savoir ce qui sera décidé à la réunion suivante.

tout moment. C'est cette idée qui était derrière Le banquier central d'aujourd'hui n'est plus la boutade prêtée au même Alan Greenspan. seulement un technicien, c'est un homme de En réponse à quelqu'un qui le félicitait pour la communication. Si les crises successives de clarté d'un de ses discours, il aurait répondu : 2008-2009 et 2011 n'ont pas conduit à un effon-

« Si vous avez tout compris, c'est que je me drement complet des marchés et de l'économie, suis mal exprimé ! » Et, en ce qui concerne la c'est bien, en dépit des critiques émises ici et Réserve fédérale, non seulement el e ne laissait là, parce que les banquiers centraux (à la Fed rien filtrer de ses intentions, mais el e n'infor- et à la BCE notamment) ont pris les décisions mait pas tout de suite le marché des décisions techniques qui convenaient et ont su les expli-prises : c'est en regardant l'évolution des taux quer

correctement. Et ce sont eux qui ont permis d'intérêt au jour le jour que les spécialistes chaque reprise des marchés.

Les statistiques qui font bouger les marchés

Les statistiques économiques publiées très régulièrement dans tous les pays industrialisés (les États-Unis vont jusqu'à des statistiques hebdomadaires pour les inscriptions au chômage ou les ventes dans les grandes surfaces !) sont suivies avec attention par les investisseurs boursiers. Certaines d'entre elles ont un impact fort sur les marchés ; ce sont ce que les analystes anglophones appellent des *market movers*, des statistiques qui font bouger le marché. Avec des économies ouvertes et des marchés de plus en plus exposés aux vents de la mondialisation, les statistiques publiées par les États-Unis l'emportent très largement sur les statistiques nationales et parfois même sur les statistiques européennes. Un chiffre publié à Washington le vendredi à 14 h 30 (heure française) peut faire basculer la Bourse de Paris dans un sens opposé à la tendance qui semblait se dégager des quatre séances précédentes. Ce sont donc ces chiffres qu'il faut regarder en priorité.

La grande richesse des statistiques américaines

Pourquoi les chiffres américains donnent-ils le *la* ? La réponse paraît évidente : c'est parce que l'économie américaine est et va rester encore un

moment la première économie mondiale, parce que le dollar est la monnaie qui joue le plus grand rôle à l'échelle du globe, parce que Wall Street demeure
le premier marché boursier. Tout cela est vrai, mais il faudrait y ajouter une autre raison : pour des investisseurs toujours à la recherche de l'information la plus récente, ce pays est une vraie mine ; entre l'administration fédérale, la banque centrale et les divers instituts privés, il s'y passe toujours quelque chose. Les journées sans le moindre indicateur y sont rares. Les États-Unis se sont dotés de leurs outils statistiques pendant la Seconde Guerre mondiale avec une préoccupation majeure : disposer des moyens de savoir au plus vite comment évolue l'économie américaine. À l'époque, il s'agissait de voir comment le pays réagissait à l'effort de guerre, comment évoluait la production des chars, des avions, des bateaux, etc., dont l'armée avait besoin et donc de tous les produits intermédiaires (acier…). Il était important de disposer de l'information presque en temps réel, quitte à accepter quelques approximations.

Cette conception n'a guère changé : il s'agit toujours d'aller vite, d'avoir tout de suite une première vision de la période qui vient de s'achever, quitte à réviser profondément les premiers chiffres un peu plus tard. Les investisseurs ne sont pas dupes : ils savent très bien que tel chiffre publié en hausse peut être révisé et se transformer en baisse quelque temps plus

tard. Mais qu'importe : ils savent que les autres seront le jour dit à l'heure

dite devant leurs écrans et qu'ils réagiront dans un sens ou dans l'autre dès que le chiffre attendu sera publié. L'important n'est pas de savoir si cette statistique est correcte et fiable ou non, il est d'être présent et de ne pas rater une évolution du marché qui peut être de grande ampleur.

Il y a des statistiques très regardées à une époque auxquelles plus personne ne prête la moindre attention aujourd'hui : c'est le cas de celles qui relatent l'évolution hebdomadaire de la masse monétaire. Il y en a d'autres qui passent alternativement du premier plan au deuxième voire au troisième. Tout dépend en effet des préoccupations du moment : l'emploi, la croissance, l'inflation, le commerce extérieur peuvent chacun à son tour être le chiffre vedette puis être publié dans une relative indifférence.

Enfin, il faut distinguer entre statistiques « dures » et statistiques « molles ». Les premières donnent une mesure d'une grandeur économique donnée (la production, les prix, l'emploi, etc.). Les secondes tentent de mesurer l'évolution de l'opinion des acteurs économiques (chefs d'entreprise, consommateurs, etc.) ; ces statistiques dites « molles » prennent d'autant plus d'importance que la conjoncture est incertaine et que l'on y cherche la

confirmation d’une tendance ou le premier signe d’un retournement.

Les enquêtes menées auprès des entreprises

Bien qu’appartenant à la catégorie de statistiques « molles », l’enquête ISM (du nom de l’Institute for Supply Management, anciennement appelé NAPM) est importante pour plusieurs raisons. D’abord, c’est elle qui commence le mois, puisqu’elle est publiée systématiquement chaque premier jour ouvré du mois. Ensuite, l’expérience a prouvé que c’était un bon indicateur avancé de l’évolution du PIB des États-Unis. L’enquête est menée auprès des directeurs des achats membres de l’institut, qui répondent à des questions portant sur la production, les nouvelles commandes, les délais de livraison, les coûts, les stocks, l’emploi. À partir de toutes ces indications est calculé un indice PMI composite (PMI pour Purchasing Managers Index, indice des directeurs des achats), censé refléter l’ambiance du moment dans l’industrie manufacturière américaine. Un indice au-dessus de 50 indique une expansion de l’activité dans le secteur, un indice en dessous de 50 signale au contraire une contraction. Et si l’indice descend en dessous de 42,7, la contraction risque fort de concerner toute l’économie américaine, et pas seulement son industrie manufacturière.

Depuis 1997, deux jours ouvrés plus tard sont publiés les résultats d’une autre enquête ISM, consacrée au secteur non manufacturier. Cette enquête

s’imposait : les services représentent aujourd’hui la plus grande partie du PIB des États-Unis. Dans un premier temps, l’enquête ne comportait que les réponses aux différentes questions ; maintenant, un indice composite est calculé aussi pour le secteur non manufacturier, mais cet indice PMI des services n’a pas encore l’ancienneté, la fiabilité reconnue et le prestige de l’autre.

Même les organismes officiels peuvent surprendre

L’information économique n’a pas de fin : en Restent les organisations internationales, qui plus des statistiques, il y a les prévisions. Les ne sont pas toujours dans une position facile : économistes essaient de déterminer le futur à leurs membres ne souhaitent pas qu’elles partir des statistiques décrivant le passé, alors avancent des chiffres trop différents des qu’ils ne connaissent même pas le présent… leurs. L’économiste doit être aussi diplomate.

L’exercice, on en conviendra, est périlleux. Malgré tout, les prévisions de la Commission Mais, pour la Bourse, qui mise sur l’avenir, il européenne, de l’OCDE, du FMI, de la Banque est essentiel. On connaît les plaisanteries sur Mondiale, etc., ne peuvent être traitées par le les erreurs de ceux qui se risquent à établir des mépris : leur crédibilité exige que leurs écono- prévisions. Ils ne voient rien venir, dit-on, ils ne mistes fassent leur travail de façon honnête.

font que prolonger les tendances en cours et

ne prévoient jamais les retournements de la Il est rare que ces prévisions bouleversent le conjoncture. Le problème est qu’on ne peut monde financier : en général, el es sont assez faire des prévisions sérieuses qu’en s’appuyant proches de cel es du *consensus* des écono-sur ce qu’on connaît. Il est donc normal que mistes du secteur privé (le consensus se calcules prévisions évoluent au fur et à mesure lant en faisant la moyenne des chiffres avancés

des informations nouvelles données par les par un certain nombre d'établissements).

dernières statistiques. Après, il y a l'intuition, Mais, tous les trois ou six mois, l'annonce le « feeling », mais, là, on n'est plus dans la de ces prévisions constitue tout de même un science économique ; on s'aventure sur des événement. Et il arrive que des surprises se terrains dangereux.

produisent : ce fut le cas lorsque, en avril 2008,

le FMI annonça une croissance des États-Unis

Les prévisions officielles sont *a priori* sus- de seulement 0,5 % pour l'année en cours, pectes : un ministère de l'Économie ne va pas soit un chiffre très inférieur au consensus du annoncer la récession ; il ne va pas non plus moment (en réalité, ce fut même une année de annoncer des performances bril antes, sinon croissance zéro). Le FMI avait auparavant déjà chacun s'attendrait à voir les recettes du budget provoqué de forts remous en annonçant que de l'État s'envoler et voudrait en récupérer sa les pertes des établissements financiers dues part. Quant aux prévisions privées, el es ne à la crise des *subprimes* pourraient atteindre sont pas non plus au-dessus de tout soupçon : 945 mil iards de dol ars, bien plus que tous les on sait que des économistes sont encouragés chiffres avancés jusque-là ! Et ses prévisions à prendre des positions extrêmes pour faire ont continué à surprendre. Tout au long de la parler d'eux et de la maison qui les emploie.

crise, la Banque mondiale et le FMI ont bien

joué leur rôle de vigiles.

Les statistiques de l'emploi

Vu de l'extérieur, le petit jeu qui se noue chaque premier vendredi du mois à

14 h 30 (heure française) autour des chiffres mensuels de l'emploi a quelque

chose de surréaliste. On sait très bien que ces chiffres ne sont pas fiables,

qu'ils ont toutes les chances d'être révisés dans de grandes proportions (à

tel point que parfois on ne sait plus quel chiffre il faut regarder – le chiffre des créations ou suppressions d'emplois du mois ou celui, révisé, du mois précédent), et pourtant ils déclenchent souvent des mouvements importants sur les marchés. Le plus étonnant est que deux statistiques sont publiées ensemble pour le même mois et sont souvent contradictoires, car elles ne sont pas calculées d'après les mêmes sources : le chiffre des créations ou suppressions d'emplois par secteur d'activité est calculé d'après les résultats d'une enquête (la Payroll Survey) effectuée auprès de 350 000 entreprises n'appartenant pas au secteur agricole ; le taux de chômage est calculé à partir des résultats d'une autre enquête (la Household Survey), menée auprès des ménages. Il n'est pas rare qu'une enquête fasse apparaître des suppressions d'emplois tandis que la seconde annonce une baisse du chômage, ou inversement… Cherchez l'erreur !

Pour corser le jeu, on a maintenant des enquêtes privées, menées par l'institut ADP, qui sont publiées deux jours avant les statistiques officielles de l'emploi et annoncent souvent des résultats complètement opposés. Et toutes les semaines, il y a les demandes hebdomadaires d'allocation chômage, publiées chaque jeudi à 14 h 30. Ces statistiques hebdomadaires sont

soumises à beaucoup d'aléas (par exemple, il peut arriver en hiver que les nouvelles inscriptions soient peu nombreuses parce que la neige et le verglas ont dissuadé les gens de se déplacer), mais elles sont tout de même suivies car elles donnent des indications pertinentes si on les remet en perspective sur plusieurs semaines.

De toute façon, quoi que l'on pense de ces chiffres, il faut savoir qu'ils existent et qu'ils jouent un rôle non négligeable : il arrive fréquemment que les marchés européens soient peu animés le matin du premier vendredi du mois et qu'aucune tendance ne parvienne à s'y imposer franchement. C'est normal : les professionnels attendent les statistiques américaines de l'emploi pour prendre position dans un sens ou dans l'autre.

La consommation et le moral des ménages

Les indices de confiance des ménages arrivent tout de suite après les indices PMI et les chiffres de l'emploi parmi les indices les plus suivis par les professionnels. D'un côté, on a l'indice de l'université du Michigan, dont une première estimation est publiée le deuxième vendredi du mois à 16 heures et la version définitive deux semaines plus tard ; de l'autre côté, on a l'indice du Conference Board, qui arrive le dernier mardi du mois, à 16 heures. Ces deux enquêtes sont très voisines, mais, les questions n'étant pas identiques et les horizons n'étant pas les mêmes (on demande aux gens ce qu'ils pensent

de la situation présente et comment ils voient le futur, à six mois pour le Conference Board, à un an et cinq ans selon les questions pour l'université du Michigan), il peut très bien se trouver que les réponses ne donnent pas tout à fait la même image du consommateur américain (les mouvements de l'indice du Conference Board sont souvent plus prononcés).

Cela dit, ce sont tout de même des indicateurs intéressants, plus qu'on ne le dit parfois. On leur reproche notamment de ne pas permettre de déterminer quelle va être exactement la consommation dans les semaines à venir, le lien entre confiance et consommation n'étant pas aussi direct qu'on pourrait le penser. Mais ces indicateurs « mous » en disent en fait plus que des indicateurs réputés « durs ». Ainsi, les ventes au détail publiées au milieu du mois ont ceci de fâcheux qu'elles sont calculées en valeur, et non en volume ; une hausse du coût des carburants, on l'a vu en 2008, provoque une progression de la consommation en valeur, qui peut masquer la réalité : le fort renchérissement du coût de l'essence pèse sur le pouvoir d'achat des ménages, qui ont tendance à moins rouler et à moins consommer. Les statistiques publiées en fin de mois sur le revenu disponible des ménages et leur taux d'épargne sont sans doute plus fiables et plus intéressantes, mais elles arrivent après toutes les autres et ne rencontrent pas toujours le même

intérêt. La forte remontée du taux d'épargne des ménages américains au début de 2009 les a toutefois remises au premier plan.

La production industrielle

Quelques jours après les ventes au détail, la production industrielle est censée venir compléter le tableau et donner une image précise de la conjoncture américaine. Dans les faits, cela ne se passe pas ainsi. Cette statistique très volatile et à l'évolution au mois le mois déconcertante ne joue pas un rôle aussi grand qu'on pourrait le penser et, finalement, les chiffres des commandes à l'industrie ou des commandes de biens durables, publiés plus tard dans le mois, font souvent davantage bouger le marché. Mais à ce moment se profilent les statistiques mensuelles du département du Commerce sur le PIB. Et ça, c'est sérieux !

Les surprises du PIB

La croissance du PIB est une statistique trimestrielle. Mais, par le génie des statisticiens du département du Commerce, c'est devenu une statistique mensuelle. Il s'agit toujours bien d'établir les comptes d'un trimestre, mais, à la fin du premier mois qui suit ce trimestre, on publie une première estimation, qui est revue le mois suivant et encore le mois d'après ; ensuite, on recommence avec la première estimation de la croissance du trimestre suivant. C'est un jeu sans fin ; et c'est d'autant plus vrai que, chaque

année, en juillet, l’administration publie des chiffres révisés des années

précédentes. Ces révisions sont parfois significatives : ainsi, en juillet 2008,

on a appris que le PIB du quatrième trimestre 2007 n’avait pas augmenté de

0,6 % comme la dernière estimation de mars 2008 le laissait penser, mais qu’il

avait en fait reculé de 0,2 % ! Cela changeait considérablement la vision que

l’on avait de l’évolution de la situation aux États-Unis.

Chapitre 9 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (1)

167

Collision de statistiques

Il arrive souvent que les statistiques publiées PIB d’environ 0,8 %), ensuite, on estime que cet à New York l’après-midi (heure de Paris) vien- affaiblissement de la conjoncture incitera la nent s’opposer à cel es publiées en Europe le BCE à assouplir sa politique monétaire. L’indice matin. Cela donne des journées agitées. Nous CAC 40 monte jusqu’à 4 467,28.

avons retenu un exemple : la séance du jeudi

14 août 2008.

Et puis, à 14 h 30, c’est la catastrophe. On

apprend que, aux États-Unis, les prix de détail

Précisons d’abord le contexte : l’année bour- sont en forte hausse : 0,8 % pour le seul mois sière, marquée par les suites de la crise finan- de juil et, 5,6 % pour les douze derniers mois.

cière et immobilière américaine, est médiocre. La Réserve fédérale risque de relever ses Depuis le début de l’été, grâce à un recul taux. À Paris, le CAC 40

plonge brutalement à inespéré des cours du pétrole et de l’euro, une 4 383,48. Mais, finalement, Wall Street réagit amélioration est enregistrée, mais la confiance beaucoup mieux qu’on ne l’avait redouté et le des investisseurs est fragile et l’économie CAC 40 réussit à terminer la séance à 4 420,91, européenne donne des signes de faiblesse. Le en hausse de 0,41 %. Il montera d’ail eurs encore mercredi 13 août, après l’annonce d’une baisse de 0,74 % le lendemain.

des stocks de pétrole aux États-Unis plus forte

que prévu (qui fait craindre une remontée des Deux remarques s’imposent. Pour le marché, ce cours du brut), l’indice CAC 40 a chuté de 2,56 % qui compte le plus, ce n’est pas que le chiffre à 4 402,97. Le jeudi, il ouvre en modeste hausse, du jour (dans notre exemple, celui du PIB al e-

à 4 439,48. La première estimation de l’évolu- mand) soit bon ou mauvais dans l’absolu, c’est tion du PIB dans les grands pays européens qu’il soit meil eur ou plus mauvais que ce qu’on au deuxième trimestre est négative : recul prévoyait. Ensuite, d’une manière générale, de 0, 3 % en France, de 0,5 % en Al emagne. l’important est ce que ce chiffre laisse espérer Mais ces chiffres sont assez bien accueil is, ou craindre en ce qui concerne l’évolution des pour deux raisons : d’abord, beaucoup d’éco- taux d’intérêt. Cette double gril e d’analyse ne nomistes s’attendaient à un chiffre nettement doit jamais être oubliée.

plus mauvais pour l’Al emagne (une baisse du

Compte tenu de toutes les statistiques qui sont publiées outre-Atlantique,

cela paraît incroyable qu’il ait fallu attendre plus de six mois pour avoir enfin

l’information d’un PIB en baisse. Mais de telles surprises se produisent,

et elles ont évidemment un impact sur le marché. Dans ce cas précis,

l’information est tombée alors que les marchés étaient inquiets : la hausse

des prix à la consommation dépassait 4 % et des voix se faisaient entendre à

la Réserve fédérale pour réclamer un durcissement de la politique monétaire. Avec une statistique du PIB du deuxième trimestre un peu inférieure aux prévisions et surtout cette très forte révision à la baisse des chiffres du dernier trimestre 2007, la crainte d'une hausse des taux de la Fed a disparu pour quelques jours (voir encadré ci-dessus).

D'une façon générale, on constate que les nouvelles faisant état d'une croissance médiocre ne sont pas mauvaises pour le marché des actions quand elles permettent d'écarter de nouvelles hausses des taux ou, du moins, d'en éloigner la perspective. En somme, une mauvaise nouvelle peut être bonne… Mais les choses sont encore plus compliquées que cela, car des nouvelles identiques peuvent être interprétées de façon opposée.

Le marché trouve toujours la statistique qui lui convient

Prenons l'exemple des statistiques pétrolières. Toutes les semaines, l'administration publie le niveau des stocks aux États-Unis, en distinguant ceux de pétrole brut, d'essence, de gazole, etc. En 2008, alors que les prix du pétrole explosaient, on a vu une statistique contrastée – hausse des stocks de brut mais baisse des stocks de produits distillés – être interprétée comme favorable à une nouvelle hausse des cours des produits pétroliers, l'accent étant mis sur la baisse des stocks de produits distillés. Quelques semaines

après, changement de décor : les cours du brut sont en net recul. Une statistique hebdomadaire tout à fait comparable à celle que nous venons de voir est publiée. Cette fois, sur les marchés, on met l'accent sur la hausse des stocks de brut et, à la satisfaction générale, le cours du pétrole continue de baisser.

On pourrait citer de nombreux exemples comme celui-là. Les statistiques de l'emploi, avec le chiffre des créations/suppressions d'emplois et celui du taux de chômage (ou le chiffre des créations/suppressions du mois précédent fortement révisé), qui donnent fréquemment des indications contradictoires, se prêtent très bien à ce jeu des interprétations opposées, selon l'humeur du moment. La façon dont une information est accueillie est d'ailleurs un signe intéressant : à certains moments, le marché « zappe » les mauvaises nouvelles et ne veut voir que les bonnes ; à d'autres moments, c'est l'inverse. Qu'une nouvelle ambiguë soit interprétée positivement ou négativement est une indication au moins aussi importante que celle apportée par la nouvelle elle-même.

De ce point de vue, l'extraordinaire richesse des statistiques américaines est une aubaine : selon le message qu'ils veulent faire passer, les économistes peuvent se saisir de tel ou tel chiffre, oublier l'un, faire sortir l'autre de l'ombre, etc. Pour l'immobilier, dont il a été beaucoup question dans les

années 2007 et 2008, on pouvait regarder l'évolution des prix avec les statistiques trimestrielles de l'OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) très complètes mais aux évolutions relativement lentes ; si l'on voulait dramatiser, on prenait les indices Case-Shiller des 10 ou 20 grandes métropoles américaines, aux évolutions spectaculaires. À cette occasion, on ne s'est plus contenté de suivre les mises en chantier, les permis de construire, les ventes de logements neufs ou anciens (aux États-Unis, on parle de « logements existants ») : même les statistiques des promesses de vente en cours ont d'un seul coup pris un relief qu'elles ne méritent sans doute pas…

Chapitre 9 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (1)

169

En somme, il y a des cycles. Il y a les périodes où l'on regarde les chiffres de la productivité, pour se convaincre que la Bourse ne commet pas d'excès et que son avancée repose sur des progrès de l'économie (cela, c'était à la fin des années 1990), où l'on regarde chaque mois les chiffres du commerce extérieur et du budget fédéral parce que l'on craint que l'aggravation du double déficit (intérieur et extérieur) ne fasse plonger le dollar, où l'on se focalise sur l'indice des prix de détail, global ou *sous-jacent* (hors énergie et alimentation), celui des prix à la production et le coût unitaire de la main-d'œuvre, parce que l'on craint un sérieux dérapage de l'inflation, etc.

Mais, quelle que soit la période, quels que soient les chiffres regardés et la mode du moment, il y a une constante. Tous ces décryptages des statistiques américaines ne visent en fait qu'un seul et même objectif : deviner avant tout le monde ce que va faire la Fed, pour essayer de se prémunir contre une hausse de ses taux ou tenter de profiter au mieux d'une éventuelle baisse. Car, de toute façon, si l'on veut comprendre pourquoi Wall Street monte ou baisse, on en revient toujours à la Fed.

Le calendrier de la Fed

Les dirigeants de la Réserve fédérale suivent de très près toutes les statistiques publiées aux États-Unis. Et, comme si cela ne suffisait pas, la Fed en produit elle-même : dans le domaine de la monnaie et du crédit, cela va de soi, mais ses établissements régionaux (le territoire a été divisé en 12 districts) produisent aussi des indices de conjoncture, notamment dans le secteur manufacturier (pour la Réserve fédérale du Kansas, de Richmond, de New York, de Philadelphie). Ce maillage des États-Unis permet à la Fed d'avoir une vue précise de la situation économique d'ensemble et de ses nuances régionales ; le panorama en est dressé toutes les six semaines, deux semaines avant chaque réunion du comité de politique monétaire, dans un document publié sous le nom de *Livre beige*. En général, on y trouve la confirmation de ce que l'on savait déjà, mais, au moins, on connaît

l’ambiance dans laquelle se réunira ce comité, le FOMC (Federal Open Market

Committee). Les réunions du FOMC sont elles-mêmes généralement sans surprise, du moins en ce qui concerne la décision annoncée sur les taux directeurs, mais la lecture du communiqué publié à 20 h 15 (heure française) est toujours riche d’enseignements. En comparant ce texte à celui qui a été publié six semaines plus tôt, on peut mesurer l’évolution de l’état d’esprit du FOMC et deviner ce qu’il va faire six semaines plus tard : maintenir le *statu quo*, monter ou baisser les taux directeurs. Pour le cas où le communiqué prêterait à des différences d’interprétation, le compte rendu (les minutes) de la réunion, publié avec un décalage de trois semaines, apporte une mise au point appréciée : après avoir lu ces minutes, on sait précisément quelles sont les préoccupations des dirigeants de la Fed, les chiffres qu’ils surveillent avec le plus d’attention dans la période actuelle, les divergences de points de vue qu’il peut y avoir éventuellement entre eux, le rapport de force entre

les faucons (les tenants d’une politique monétaire dure) et les colombes (les tenants d’une politique plus souple). À partir de là, on peut prévoir ce qui a des chances de se passer lors de la prochaine réunion du FOMC. C’est l’un des éléments fondamentaux de la météorologie boursière, mais ce n’est pas le seul.

Depuis avril 2011, le président de la Réserve fédérale tient une conférence de presse à l'issue des réunions du FOMC lorsque sont présentées de nouvelles prévisions économiques. Les décisions de politique monétaire étant ainsi expliquées et commentées, il ne doit plus y avoir en principe de problèmes d'interprétation. Sur ce point, la Réserve fédérale s'inspire des pratiques de la BCE, qui a toujours fait suivre les réunions de son Conseil des gouverneurs d'une conférence de presse.

Les statistiques européennes qui comptent

Si l'effet des statistiques américaines et des changements d'orientation de la politique monétaire de la Réserve fédérale est considérable sur les marchés boursiers européens, il ne faut pas tenir pour négligeable ce qui se passe de ce côté-ci de l'Atlantique : tout ne se décide pas à Wall Street.

Pourtant, en un quart de siècle, la donne a été profondément modifiée. La conjoncture française et les chiffres nationaux n'ont plus, sauf exception, qu'un impact mineur sur la Bourse de Paris. Ces éléments peuvent encore jouer un rôle clé pour des entreprises moyennes réalisant l'essentiel de leur chiffre d'affaires dans l'Hexagone ; mais, de plus en plus, même les sociétés cotées de dimension modeste sont largement ouvertes sur l'Europe, voire sur le monde. Il n'est donc pas surprenant que les statistiques publiées à l'échelle de l'Union européenne ou de la zone euro aient pris le pas sur les statistiques

nationales quand il s’agit de déterminer la tendance générale du marché.

Les chiffres de la zone euro

La zone euro ne fonctionne pas aussi bien qu’on pourrait le souhaiter : il y a une politique monétaire unique, celle définie par la BCE, mais, pour le reste, la coordination des politiques économiques nationales n’est pas très poussée. Cette faiblesse de la zone euro est apparue en plein jour au moment de la crise des dettes souveraines. Quant à l’Union européenne, en dépit de ses progrès constants, elle reste largement à faire : non seulement les écarts demeurent considérables entre les nouveaux venus issus de l’ancien bloc de l’Est et les fondateurs de la Communauté européenne, mais chaque pays reste profondément marqué par ses spécificités juridiques, fiscales, etc. Calculer des statistiques européennes dans ces conditions n’est pas évident. Mais Eurostat a commencé un travail d’harmonisation qui, sans être parfait, loin s’en faut, aboutit à des statistiques européennes ayant un sens. Et même si l’histoire sépare encore les pays (la conjoncture immobilière

de l’Allemagne, par exemple, n’a rien à voir avec celle des autres grands pays industriels de l’Union), elles donnent une image précieuse du climat économique européen et de ses grandes évolutions.

Les statistiques publiées par Eurostat selon un calendrier connu à l'avance et confirmé chaque vendredi pour la semaine suivante couvrent le champ habituel de la macroéconomie (croissance globale et production sectorielle, prix, emploi, commerce extérieur), et celles qui font le plus bouger le marché, comme aux États-Unis, sont celles qui peuvent avoir le plus d'impact sur la politique monétaire des banques centrales. Les chiffres concernant l'ensemble de l'Union apportent une information intéressante, mais, pour les marchés, ce qui compte le plus, ce sont ceux de la zone euro et, pour les pays de l'Union n'ayant pas encore adopté la devise européenne, les analystes se reportent sur les chiffres nationaux pouvant avoir une influence sur la banque centrale concernée, la Banque d'Angleterre notamment.

Au niveau européen, Eurostat n'est pas la seule institution à fournir des informations sur la conjoncture. Tous les mois, la Commission européenne publie un indice du climat des affaires et un autre curieusement appelé du « sentiment économique ». Ces indicateurs sont en général très suivis par la communauté des affaires, car ils donnent une bonne idée de l'environnement économique de l'Union européenne et de la zone euro. Tous les six mois, la Commission publie également ses prévisions économiques ; outre les taux de croissance, d'inflation, etc., attendus, elle diffuse alors ses propres commentaires sur la conjoncture et les problèmes auxquels les

pays européens font face. Il est rare que ces prévisions et commentaires créent des surprises, mais les investisseurs peuvent prendre prétexte de ces publications pour confirmer la tendance en cours ou affirmer une tendance qui commençait juste à apparaître.

Et, comme aux États-Unis, on voit des instituts privés apporter leur contribution à l'information économique et à la compréhension de la conjoncture. On peut notamment citer les études réalisées sur le style de celles de l'ISM auprès des directeurs des achats pour donner le point de vue des entreprises. Les études dites « PMI » (Purchasing Managers Index) sont publiées chaque début de mois ; on a d'abord une estimation rapide du climat d'ensemble, puis les estimations sont affinées, pour le secteur manufacturier et celui des services, avec des études d'ensemble pour la zone euro et des études ponctuelles pour chacun des grands pays de la zone et le Royaume-Uni.

Les sources d'information nationales

Les informations publiées au niveau de chacun des grands pays de la zone euro ont réussi malgré tout à conserver une certaine importance. D'abord, chaque pays a ses particularités et son propre marché boursier. Si, sur beaucoup de points, la Bourse de Paris et la Bourse allemande subissent

les mêmes influences, leurs grands indices n'évoluent pas exactement de la même façon : les grandes valeurs d'énergie et les valeurs financières tiennent une place plus importante dans les indices parisiens qu'en Allemagne, où les entreprises industrielles exportatrices dominent, tandis qu'en Espagne les valeurs liées à la construction et à l'immobilier ou au commerce avec l'Amérique latine occupent une place particulière. Ensuite, le poids de certains pays de l'Union justifie que l'on s'intéresse à ce qui se passe à l'intérieur de leurs frontières : des signes d'accélération ou de ralentissement en Allemagne (plus du quart du PIB de la zone euro) ou en France (environ le cinquième) ne sont pas neutres pour les autres pays de la zone.

Sur les marchés, on suit donc avec un certain intérêt les chiffres publiés en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne. Certains pays plus petits ont droit à des égards particuliers : par exemple, l'étude de conjoncture publiée chaque mois par la banque centrale de Belgique est lue attentivement par les économistes de marché parce qu'ils ont observé que ce pays constituait un bon indicateur du climat d'ensemble de la zone euro. Il est impératif que Flamands et Wallons veuillent continuer à vivre ensemble : leur communauté donne le pouls de l'Europe !

Aux instituts nationaux de conjoncture s'ajoutent éventuellement des instituts privés. C'est notamment le cas en Allemagne, où les prévisions de

cinq grands instituts font autorité : le DIW à Berlin, l'Ifo à Munich, l'IFW à Kiel, l'IWH à Halle et le RWI à Essen. Mais, de tous, c'est l'Ifo qui est le plus connu dans le monde de la finance : tous les mois, son indice du climat des affaires en Allemagne est attendu avec une certaine nervosité, car il est de ceux qui font bouger les marchés. Depuis quelques années, les investisseurs suivent aussi l'indice ZEW, qui est publié une semaine plus tôt que l'indice Ifo et annonce souvent (mais pas toujours) son évolution. L'enquête qui conduit à l'indice ZEW n'est pas du tout la même – elle est menée non pas auprès des chefs d'entreprise, mais auprès des investisseurs institutionnels et des analystes financiers – et elle est plus récente ; elle n'a pas encore ce que les professionnels appellent la « robustesse » de l'indice Ifo, dont l'évolution anticipe bien celle de l'économie allemande. Toujours en Allemagne, il faudrait aussi signaler l'enquête Gfk de la confiance des consommateurs, très suivie au cours des dernières années alors que l'on attendait désespérément un réveil de la consommation outre-Rhin.

Tous les chemins mènent à Francfort

Le lecteur l'aura compris : toutes ces informations statistiques européennes ou nationales visent à mieux appréhender la réalité économique et à aider à deviner quelle pourrait être la politique monétaire de la Banque centrale

européenne. La BCE publie elle-même ses propres statistiques concernant l'évolution de la masse monétaire et du crédit en Europe. En dépit d'une modification de son schéma d'analyse – à l'issue de chaque réunion mensuelle du conseil des gouverneurs, son président commente d'abord les

statistiques économiques avant de passer aux considérations monétaires –, la BCE, dans le prolongement de la banque centrale allemande, la fameuse Bundesbank, continue d'attacher une certaine importance à l'évolution de la masse monétaire et de ses contreparties, le crédit aux différents agents économiques. C'est une indication importante : quels que soient les indicateurs économiques, un développement dynamique du crédit dans la zone euro laisse rarement présager une détente de la politique monétaire. Une autre publication très suivie par les marchés est celle des prévisions économiques de la BCE (la BCE préfère parler de ses « projections »), le dernier mois de chaque trimestre. La banque centrale annonce en effet très souvent des inflexions de sa politique à l'occasion de la publication de ces projections, quand elle modifie les taux de croissance et d'inflation attendus.

'OUBLIEZ PAS ! Au total, cela fait beaucoup d'informations à suivre. Mais il est difficile d'y échapper : l'investisseur boursier averti doit apprendre à vivre au rythme

N

de ces publications, de la croissance et de l'inflation. Car l'évolution des taux d'intérêt en dépend et ce sont les banques centrales qui déterminent en grande partie l'orientation de la Bourse.

Chapitre 10

Procéder aux bons arbitrages au bon moment (2) : au rythme des entreprises

Dans ce chapitre :

- Suivre le calendrier des entreprises
- Assister aux assemblées générales
- Participer aux augmentations de capital
- Bénéficier des mesures prises par les entreprises en faveur de leurs actionnaires *N* ous l'avons vu dans le chapitre précédent : les marchés boursiers

(et donc les investisseurs) vivent au rythme de l'économie, de la publication de statistiques et des décisions des banques centrales. Ces éléments déterminent l'évolution d'ensemble des marchés. Mais tous les secteurs d'activité ne connaissent pas les mêmes évolutions et, à l'intérieur de chaque secteur, chaque société a son histoire, chaque valeur cotée a sa vie propre, déterminée par les événements particuliers qui affectent

l’entreprise et les décisions que prennent ses dirigeants.

Ces événements et ces décisions peuvent arriver à n’importe quel moment. Pourtant, la vie boursière est très encadrée, très planifiée : publication de documents d’information, assemblée générale, versement du dividende, etc. Il y a des rendez-vous très précis, des dates à ne pas oublier. En étant présent à ces rendez-vous, en faisant attention au calendrier, l’actionnaire organisé ne laisse pas l’imprévu occuper plus de place qu’il ne le doit. Et, en suivant l’actualité de près, il se met en position de profiter de toutes les opérations boursières qui peuvent survenir.

On ne le répétera jamais assez : consacrer quelques minutes tous les jours ou, à défaut, chaque semaine, à se tenir au courant de l’évolution du marché et de son portefeuille, cela peut éviter bien des désagréments.

Le calendrier des entreprises

Être coté sur un marché réglementé entraîne des obligations : les actionnaires ont un droit à l’information. Et ce droit est très codifié. C’est d’ailleurs pour cela que des entreprises qui pourraient être cotées en Bourse préfèrent ne pas l’être : elles trouvent ces contraintes d’information trop pesantes.

Que l’actionnaire soit tenu au courant de ce qui se passe dans l’entreprise,

qu’il ait des informations régulières sur l’activité et les résultats, cela paraît indispensable. Toute la question est de savoir jusqu’où il faut aller en ce domaine.

Un sujet de discussion permanent : les résultats trimestriels

Les entreprises françaises y échappent, mais pas les américaines : elles doivent publier des résultats trimestriels. Cela présente quelques avantages : en cas de retournement de la conjoncture, on mesure très vite l’impact du ralentissement ou de l’accélération de la croissance sur les performances des entreprises ; de surcroît, cela fait de la Bourse américaine un marché très animé, car les périodes de publication des résultats se succèdent très vite. Mais cela présente aussi des inconvénients : une entreprise peut hésiter à lancer un investissement important qui ne sera pas rapidement rentable uniquement parce qu’elle craint de faire baisser ses résultats trimestriels, ce qui serait immédiatement sanctionné par un recul de son cours à Wall Street. Ainsi, en 2007, de grandes entreprises américaines, parmi lesquelles Pfizer, PepsiCo et Xerox, ont signé un document dans lequel elles font part de leurs « inquiétudes concernant l’effet néfaste croissant que la pression à court terme a sur les groupes cotés ». Elles préconisent de « cesser de fournir des objectifs de résultats trimestriels aux analystes » et de « ne pas répondre aux prévisions des analystes ». Les dirigeants de Michelin ont souvent affirmé

qu’ils avaient pu investir massivement pour développer la technique du pneu radial avant leurs concurrents américains parce qu’ils n’avaient pas, eux, à fournir de comptes trimestriels.

Pourtant, la publication de comptes trimestriels gagne ce côté-ci de l’Atlantique, en dépit des résistances de beaucoup d’industriels. En 2001, le groupe allemand Porsche a fait ce qu’il fallait pour se faire exclure de l’indice M-Dax (qui compte les 50 plus grandes capitalisations boursières qui suivent immédiatement les 30 composant l’indice Dax) parce qu’il ne voulait pas publier de résultats trimestriels : cette pratique était contraire

à sa philosophie de gestion à long terme. À l’opposé, des groupes français, sans y être contraints, ont adopté cette pratique pour satisfaire les investisseurs américains ; depuis 1999, la publication de comptes trimestriels s’est généralisée dans le secteur bancaire. La COB, puis l’AMF, se sont régulièrement prononcées en faveur des résultats trimestriels.

Le débat n’est pas clos. Il continuera encore longtemps à susciter des déclarations contradictoires et passionnées. Il a au moins un mérite : montrer que l’excès d’informations peut avoir des conséquences aussi néfastes que son insuffisance.

Les informations périodiques obligatoires

Toutes les sociétés ont l'obligation (plus ou moins respectée) de déposer leurs comptes annuels auprès du greffe du tribunal de commerce. Pour les entreprises cotées sur un marché réglementé, les contraintes sont plus lourdes, ou exactement « étaient » plus lourdes. Elles ont été précisées en janvier 2007 par l'AMF, en application d'une directive européenne sur la « transparence », puis sérieusement allégées par un décret en date du 13 mars 2008 concernant les publications au *Balo* (*Bulletin des annonces légales obligatoires*).

Ces nouvelles règles du jeu font la part belle à la publication électronique sur Internet. Cela ne pose évidemment aucun problème pour les professionnels ou les jeunes investisseurs. Cela peut en être un pour tous ceux qui restent attachés à l'information imprimée. Mais, de toute façon, nous l'avons vu à propos du passage des ordres, on imagine mal comment on peut faire autrement aujourd'hui pour gérer un portefeuille boursier qu'en utilisant un ordinateur. Cette option technique peut cependant avoir des conséquences à long terme encore difficilement mesurables : la publication de ces informations dans la presse financière est simplement conseillée, elle n'est pas obligatoire. Or la publicité financière est une source de revenus non négligeable pour la presse spécialisée. Que, pour faire des économies, les entreprises décident de réduire fortement le volume de leur publicité

financière, voire de l'arrêter complètement, et la presse financière risque de connaître une situation difficile. On le voit déjà. Or, elle joue un rôle considérable dans la formation et l'information du public.

À ce propos, il faut ajouter que les nouvelles règles ont une autre conséquence négative : dans le souci louable d'accélérer l'information du public, les autorités ont décidé de réduire fortement les délais séparant la fin du semestre ou de l'année et la publication des informations. On ne peut qu'être d'accord sur le principe. Mais, en pratique, on constate que tous les communiqués concernant les grandes sociétés cotées tombent en un nombre restreint de jours ; les journalistes spécialisés n'ont pas la possibilité de les étudier correctement tous en même temps et les gérants de portefeuille sont

obligés de réagir très vite, sans avoir pu analyser toutes ces informations d'une façon vraiment approfondie.

Ainsi, il peut arriver qu'en l'espace de quatre jours deux cent dix-sept sociétés cotées de l'Eurolist (sur un total de l'ordre de six cent quarante) publient leurs résultats semestriels et que, dans le même temps, la Sfaf (Société française des analystes financiers) organise quarante-deux réunions de présentation. À cela, il faut ajouter les publications effectuées par des sociétés cotées sur Alternext et des annonces diverses (nominations

de dirigeants, fusions-acquisitions, etc.). Comment absorber toutes ces informations et prendre les décisions appropriées au milieu d'un tel tourbillon ? On retrouve là le vieux dilemme : rapidité ne rime pas forcément avec qualité. Mais, de toute façon, il n'y a pas le choix : chacun doit s'adapter à ces nouvelles contraintes.

Les publications annuelles

Dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice, les sociétés doivent fournir un rapport financier comprenant : les comptes annuels, un rapport de gestion, celui des commissaires aux comptes, et une déclaration des personnes assumant la responsabilité du rapport. L'exercice fiscal des entreprises se confond souvent avec l'année civile ; mais les cas d'exercices « à cheval » sur deux années civiles sont nombreux. Tous les rapports financiers annuels ne sont donc pas à fournir avant la fin du mois d'avril.

Le rapport de gestion est censé fournir une analyse objective et exhaustive de l'évolution des affaires, du résultat et de la situation financière de la société ainsi que du groupe consolidé (le cas échéant, si la société considérée est amenée à consolider les comptes de plusieurs filiales). Quant aux personnes assumant la responsabilité du rapport, il s'agit des dirigeants de l'entreprise et des commissaires aux comptes.

Ces informations doivent donc être publiées par voie électronique et

déposées auprès de l'AMF. La société les met sur son propre site internet ; elle en assure la diffusion sur d'autres sites par l'intermédiaire d'un diffuseur (appelé également *wire*). Dès l'entrée en application de cette nouvelle procédure, en 2007, l'AMF a donné son agrément à plusieurs diffuseurs.

La publication au Balo a été ramenée à sa plus simple expression : dans les quarante-cinq jours suivant la tenue de l'assemblée générale statuant sur les comptes annuels, les sociétés doivent publier un avis indiquant qu'ils ont été approuvés sans modification par l'assemblée et rappelant la date de diffusion du rapport financier annuel.

Les sociétés cotées sur un marché réglementé comme Euronext ou organisé comme Alternext peuvent (et non doivent) publier un document de référence annuel. Ce document officiel enregistré par l'AMF fournit aux investisseurs

un ensemble d'informations complet et actualisé sur les comptes, la gouvernance, le contrôle et les caractéristiques juridiques de la société.

Il peut prendre plusieurs formes : soit un rapport annuel, généralement remis aux actionnaires lors de l'assemblée générale, soit un document spécifique, généralement établi pour les besoins d'une opération financière (augmentation de capital, OPA, etc.).

Les publications semestrielles

Dans les deux mois suivant la fin du premier semestre de l'exercice, les sociétés doivent publier par voie électronique et déposer auprès de l'AMF un rapport financier comprenant des comptes condensés, un rapport semestriel d'activité, un rapport des commissaires aux comptes sur l'examen limité des comptes (l'examen approfondi est réservé aux comptes annuels) et, enfin, une déclaration des personnes assumant la responsabilité du rapport.

L'obligation de publier les comptes semestriels au Balo n'existe plus depuis le

1er septembre 2008.

Pour ces rapports semestriels, la comparaison se fait avec le semestre correspondant de l'exercice précédent, et non avec le semestre précédent.

Les publications trimestrielles

Dans les quarante-cinq jours suivant la fin du trimestre, les sociétés doivent publier par voie électronique et déposer auprès de l'AMF ce qui n'est plus appelé un « rapport financier », comme c'est le cas pour les publications annuelles et semestrielles, mais simplement une « information » trimestrielle, qui comprend : le montant net par branche d'activité du chiffre d'affaires du trimestre, une description générale de la situation financière et des résultats et une explication des événements importants. L'obligation de publier au Balo le chiffre d'affaires de chaque trimestre écoulé a été supprimée.

Comment faire un bon usage de ces publications

’OUBLIEZ PAS ! Ces publications jouent évidemment un rôle majeur dans la vie boursière d’une société : elles peuvent faire plonger le cours de l’action ou au contraire

N

le faire bondir en avant. En général, les mouvements sont plus modestes et se situent entre ces deux extrêmes : les informations économiques d’ensemble et celles concernant le secteur où intervient la société en question ont permis aux investisseurs d’amener le cours à un niveau compatible avec les informations qui doivent être publiées. La réaction aux chiffres publiés ne prend donc une certaine ampleur que si ces chiffres se révèlent sensiblement différents de ceux qu’attendaient les analystes. Dans ce cas, s’il y a vraiment une surprise, le changement de cours peut être fort et s’effectuer en un temps très court. Pour celui qui découvre ces événements après coup, la surprise peut être agréable ; elle peut aussi l’être beaucoup moins…

Heureusement, les sociétés font savoir à l’avance à quelle date et à quel moment de la journée (soit en indiquant une heure précise, soit en faisant savoir si c’est avant Bourse ou après Bourse) se feront ces publications. Les sites internet spécialisés et les journaux financiers publient des agendas hebdomadaires ou quotidiens faisant savoir quels événements sont à

attendre dans la semaine ou la journée. Il est vivement conseillé de consulter ces agendas et de se tenir prêt à intervenir en Bourse le jour J à l'heure H soit sur les valeurs que l'on a en portefeuille, soit sur celles que l'on souhaite acquérir. Les plus audacieux peuvent même prendre position sur le marché à la veille de ces publications en faisant le pari qu'il y aura une surprise dans un sens donné (cette pratique est très rémunératrice quand le pari est gagnant, elle peut se révéler coûteuse dans le cas contraire !).

Ces périodes de publication sont très sensibles. L'AMF y porte une surveillance particulière et déclenche des enquêtes lorsqu'elle détecte des mouvements suspects sur un titre : des achats importants émanant d'un nombre restreint d'investisseurs avant l'annonce d'un résultat meilleur que prévu ou, au contraire, des ventes avant l'annonce de chiffres médiocres. Quelqu'un qui achète ou vend des titres avant une publication parce qu'il a eu connaissance des informations contenues dans ces documents à titre amical ou professionnel s'expose à de sérieux ennuis judiciaires pour délit d'initié.

Ajoutons que les publications annuelles et semestrielles sont particulièrement importantes pour les plus petites valeurs de la cote, qui communiquent peu et sur lesquelles il ne se passe rien pendant la majeure partie de l'année : ce sont ces publications qui expliquent les mouvements de cours et, après une forte baisse ou une hausse, le titre peut rester six mois sans connaître de fluctuations importantes. Si l'on s'intéresse à ces valeurs,

et plus encore si l’on en a déjà en portefeuille, on a vraiment intérêt à suivre de très près ces publications : c’est à ce moment-là qu’on peut enregistrer des gains (ou des pertes). Si l’on arrive trop tard, le mouvement sera déjà terminé.

Information permanente et alerte aux résultats

Cela dit, normalement, une société ne doit pas attendre la publication de ses résultats semestriels ou annuels pour annoncer des nouvelles exceptionnellement bonnes ou mauvaises. Elle doit faire connaître au public, dans les meilleurs délais, comme le stipule l’AMF, tout fait nouveau la concernant lorsque ce fait est de nature à provoquer une variation significative des cours de Bourse ou à porter atteinte à la situation des porteurs de ses titres. Cette information qualifiée de « permanente » prend la forme d’un communiqué de presse.

Dans la pratique, on constate effectivement que les entreprises cotées, du moins les plus importantes, multiplient les communiqués annonçant les nouveaux contrats, les alliances ou les ruptures, les implantations nouvelles, etc.

Chapitre 10 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (2)

181

La question des résultats et des mouvements que leur publication peut

entraîner pose toutefois un problème particulier. Il ne s'agit plus de communiquer sur un fait précis, mais sur la situation d'ensemble de l'entreprise : peut-on contraindre ses dirigeants à une publication en dehors des dates prévues ? La question est d'autant plus délicate qu'elle porte sur des comptes qui ne sont pas encore arrêtés : peut-on imposer à une société d'intervenir dans le débat public parce que les analystes, de toute évidence, se trompent dans leurs estimations du bénéfice ? Aussi curieux que cela puisse paraître, la réponse est : oui.

De fait, l'entreprise y a elle-même intérêt. Les réactions du marché à de mauvaises surprises peuvent être terriblement excessives. C'est d'ailleurs ce constat qui a amené les autorités de tutelle à préconiser des *profit warnings* (en anglais, alertes aux résultats en français) et à demander aux entreprises d'accepter d'y avoir recours quand cela paraît vraiment nécessaire, c'est-à-dire lorsqu'on constate un décalage croissant entre les résultats attendus par le marché et les prévisions internes de l'entreprise.

Les alertes aux résultats ne sont certes pas indolores : elles provoquent aussi de forts décalages de cours. Ainsi, le lundi 2 juillet 2007, l'action Trigano (camping-cars, caravanes, etc.) a chuté de 19,5 % parce que la direction a prévenu qu'elle allait devoir réduire ses objectifs de chiffre d'affaires et de résultat pour l'exercice clos le 31 août ; la chute a été d'autant plus sévère

que le marché commençait à se décourager : c'était le quatrième avertissement

en quatre ans ! Le même jour, Soitec, fabricant de plaques de silicium sur

isolant, a perdu 13,9 % parce que la direction a fait savoir que le chiffre

d'affaires du premier semestre de l'exercice 2007-2008 serait inférieur de 15 %

aux prévisions et même de 20 % en comptant les effets de change. Soitec, qui

intervient dans un domaine de haute technologie très sensible aux variations

de la conjoncture, a été amené à émettre une autre alerte aux résultats qui

lui a valu une baisse de 18,5 % le 18 octobre 2011. Rappelons aussi l'exemple

de Carrefour qui n'a pas publié moins de cinq alertes aux résultats en 2011 :

de quoi énerver les actionnaires et provoquer un changement à la tête du

groupe au début de 2012 !

Mais, au final, on constate qu'il est préférable pour tout le monde

– l'entreprise et ses actionnaires – que la clarification intervienne le plus tôt

possible. Cette pratique des alertes, apparue dans l'Hexagone en 1998, est

aujourd'hui entrée dans les mœurs boursières. Elle ne pose qu'un problème :

l'alerte peut survenir à tout moment, alors que la publication des résultats

intervient à une date connue à l'avance ; en conséquence, on ne peut pas

se prémunir contre une alerte alors qu'on peut éventuellement, si l'on a des

doutes, s’alléger (c’est-à-dire vendre des titres) juste avant la publication de résultats.

182 **Troisième partie : Comment gérer son portefeuille**

La grand-messe des assemblées générales

Soyons francs : ce qui intéresse les actionnaires, c’est de voir le cours de l’action monter et de toucher un dividende tous les ans. Que le fait d’être propriétaires d’une part de l’entreprise leur donne le droit de donner leur avis sur la gestion et, éventuellement, de ne pas renouveler la confiance envers les dirigeants, cela ne les passionne pas tous. Il faut dire que le petit porteur n’a pas vraiment l’impression de peser lourd dans la vie de l’entreprise. Il n’y a guère qu’au moment des OPA (nous le verrons dans le prochain chapitre) qu’il a vraiment le sentiment que son suffrage a de la valeur (dans tous les sens du terme)…

De surcroît, tout le monde n’a pas la possibilité matérielle ni le temps de se déplacer pour aller aux assemblées générales (AG), où l’on retrouve souvent les mêmes retraités actifs… Pourtant, à défaut de se rendre à l’assemblée annuelle, on peut au moins voter par correspondance ou par Internet et, si l’on s’y rend, on peut apprendre beaucoup de choses sur son entreprise. Le petit cadeau qui est fréquemment remis à la fin de l’AG à tous les actionnaires

présents ne doit pas être la seule justification de leur déplacement…

Signalons toutefois que l’évolution enregistrée au cours des dernières années est plutôt positive. Les actionnaires présents ou représentés aux assemblées générales des entreprises du SBF 250 ont atteint un quorum proche de 70 % en 2010 et ces actionnaires ne viennent pas pour faire de la figuration. Mais un bémol doit être introduit : cette progression traduit en fait une montée en puissance de gros investisseurs au détriment de l’actionnariat individuel.

Les actionnaires sont convoqués tous les ans

Comme nous l’avons vu précédemment, les comptes annuels doivent être approuvés par les actionnaires réunis en assemblée générale ordinaire. Les règles d’organisation de ces assemblées, définies par un décret du 23 mars 1967, ont été modifiées par un nouveau décret datant du 11 décembre 2006, qui améliore l’information de l’actionnaire et facilite sa participation à l’assemblée.

Trente-cinq jours avant l’AG (au lieu de trente précédemment), toutes les sociétés dont le capital est composé de titres au porteur doivent publier au Balo un avis de réunion. Ensuite, un avis définitif de convocation doit être également publié au Balo quinze jours au moins avant la date de l’assemblée ;

cet avis comporte l’indication de l’adresse et de l’heure de l’assemblée ainsi que l’ordre du jour. Dans la pratique, les sociétés s’organisent souvent pour

ne publier qu’un seul texte contenant toutes les informations exigées et les

journaux financiers reproduisent ces informations. L’actionnaire n’a donc pas besoin de se reporter au site internet du Balo, qui reste toutefois la source de référence à consulter pour toute vérification.

Ceux dont les titres sont *au nominatif* (autrement dit ceux qui sont connus de l’entreprise et dont les titres sont enregistrés par elle) n’ont pas de problème : ils sont prévenus systématiquement par courrier. Ils n’ont pas non plus à justifier leur présence à l’assemblée puisqu’ils figurent déjà sur la liste des actionnaires. En revanche, tous les autres, ceux qui ont des titres *au porteur* (l’appellation fait un peu ringard à une époque où les actions ne sont plus des bouts de papier qui changent de mains) doivent se débrouiller par eux-mêmes pour savoir quand et où a lieu l’assemblée. Par ailleurs, ils doivent présenter une attestation de détention des actions fournie par leur intermédiaire financier trois jours pleins avant l’assemblée. Sur ce point, un changement important a eu lieu : avant, il fallait immobiliser ses titres au moins dix jours avant l’assemblée. Pendant cette période, il n’était pas possible de les céder. Depuis 2007, il est possible de vendre ses titres juste avant l’assemblée et d’y participer tout de même en tant que porteur : en effet, le transfert de propriété n’intervient qu’à J + 3, soit au troisième jour

qui suit la transaction en Bourse ; celui qui a vendu ses titres dans les trois jours

qui précèdent immédiatement l'AG en est toujours le propriétaire légal.

Les actionnaires peuvent s'exprimer et voter

L'assemblée générale est une occasion unique de rencontrer les dirigeants de l'entreprise et de dialoguer avec eux (encore que, dans le cas de certaines assemblées particulièrement houleuses, le terme « dialogue » ne soit pas le plus approprié !). N'importe quel actionnaire peut intervenir et poser des questions. Mais, si l'on tient vraiment à avoir une réponse, il est conseillé de poser sa question par écrit par lettre recommandée envoyée au siège social de l'entreprise avec avis de réception au plus tard le quatrième jour ouvré précédant l'AG. Le courrier doit être accompagné d'une justification de

détention des titres. Dans ce cas, le conseil d'administration (ou le directoire, tout dépend de l'organisation adoptée par l'entreprise) est tenu de fournir une réponse lors de l'assemblée. Précisons que cette procédure est aussi en train de se moderniser puisque les questions peuvent être désormais posées par courrier électronique à une adresse précisée dans la convocation.

Les actionnaires peuvent jouer un rôle encore plus actif en déposant eux-mêmes des projets de résolution qui seront inscrits à l'ordre du jour et soumis au vote de l'assemblée.

Ces projets de résolution doivent toutefois être déposés vingt-cinq jours avant l'assemblée ou dans un délai de vingt jours suivant l'avis de réunion si celui-ci est publié plus de quarante-cinq jours avant l'assemblée générale.

Évidemment, il n'est pas question que chaque actionnaire puisse déposer son projet de résolution, sinon le déroulement de l'assemblée risquerait de prendre du temps et d'être un peu confus… Pour cela, il faut détenir soi-même un certain nombre de titres ou rassembler autour de soi suffisamment d'autres actionnaires pour arriver à ce nombre. Pour une société dont le capital est inférieur ou égal à 750 000 €, il faut arriver à 5 % du capital pour déposer un projet de résolution. Pour les sociétés plus importantes, c'est plus compliqué : un quota de représentation minimal est calculé par tranches. Il faut représenter au moins 4 % du capital pour les premiers 750 000 €, puis 2,5 % pour la tranche comprise entre 750 000 € et 7,5 millions d'euros, 1 % pour la tranche comprise entre 7,5 millions et 15 millions d'euros, enfin 0,5 %

pour le surplus. À vos calculettes !

Quant au droit de vote, il n'est pas limité aux actionnaires présents physiquement à l'assemblée générale. Il est tout à fait possible de voter par correspondance en cochant les réponses aux questions posées sur un formulaire qui doit être retourné au moins trois jours avant l'assemblée. Par

Internet, on peut voter jusqu'à 15 heures la veille de l'assemblée. Pour cela, il faut s'identifier à l'aide de codes fournis par l'entreprise ; on obtient ces codes en en faisant la demande à la société au plus tard cinq jours avant l'assemblée.

Ce même délai s'applique si vous décidez de demander un formulaire de vote par procuration. Vous pouvez déléguer votre vote à votre conjoint ou à un autre actionnaire ; vous pouvez aussi déléguer ce droit à la société ; dans ce dernier cas, vous voterez systématiquement en faveur de toutes les résolutions présentées par la direction.

Ce choix peut se justifier si vous faites entièrement confiance à l'équipe dirigeante. Il n'en reste pas moins que, dans certains cas, les résolutions présentées ne sont pas favorables aux actionnaires minoritaires. Il est alors conseillé de bien utiliser son droit de vote pour défendre au mieux ses intérêts. Nous verrons ultérieurement que cela peut être très important.

Un autre point est à relever : dans un vote en assemblée générale, vous pouvez vous abstenir. Mais dans ce cas, votre vote est considéré comme un vote défavorable. Un rapport remis à l'AMF en février 2012 sur la façon d'améliorer l'information et la participation des actionnaires dans les assemblées générales recommande que l'abstention soit véritablement reconnue. Mais pour cela, il faudrait un texte législatif. Ce n'est pas encore

fait…

Les assemblées générales ordinaires

Elles doivent se tenir tous les ans, dans les six mois qui suivent la clôture de l'exercice pour approuver les comptes et la gestion de l'entreprise ainsi que pour décider de l'affectation du bénéfice, s'il y en a un. Pour que les délibérations soient valables, il faut que les actionnaires présents ou

représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote. Si ce n'est pas le cas, une deuxième assemblée est réunie ; il n'est pas rare que les dirigeants de l'entreprise prévoient cette hypothèse et, dans l'avis de convocation, précisent le lieu et le moment où une assemblée pourrait se tenir sur deuxième convocation. Pour cette deuxième assemblée, aucun quorum n'est exigé. Dans tous les cas, les résolutions sont votées à la majorité simple (dès lors que le nombre des voix « pour » est supérieur à celui

des voix « contre » et des abstentions).

Droit de vote double et limitations du droit de vote

Selon le principe général, un droit de vote est changements de statut conduisant à la mise en attaché à chaque action. Mais les statuts de place de tel es mesures qualifiées de « protec-nombreuses sociétés prévoient la possibilité tionnistes ». Les rapports sur la gouvernance d'un droit de vote

double attaché aux actions d’entreprise (c’est-à-dire sur l’ensemble des dont les détenteurs se sont fait connaître de la règles qui doivent régir les rapports entre toutes société (les actions sont alors au nominatif), si les parties prenantes) ne sont pas favorables la durée de détention est au moins égale à deux au vote double, et la Commission européenne ans (cette durée de détention minimale exigée a pris clairement position contre lui.

ne peut être supérieure à quatre ans). Dans cer-

tains cas, cela peut conduire à des différences Une autre technique consiste à limiter le droit importantes entre la part de certains action- de vote des actionnaires. Il est alors inscrit dans naires dans le capital et leur capacité à peser sur les statuts que, quel e que soit sa part dans le le vote des résolutions présentées à l’assemblée capital, un actionnaire ne pourra dépasser tel générale. Par exemple, la SCDM, société contrô- pourcentage des droits de vote, ou alors que, lée par Martin et Olivier Bouygues, détient à partir d’un certain seuil, la règle ne sera 18,1 % du capital de Bouygues, mais dispose de plus « une action, une voix », mais qu’il sera 27,3 % des droits de vote. La technique du vote appliqué un coefficient de réduction. Ce qui double conduit de fait à minorer le pouvoir des pourrait passer pour une limitation du pouvoir actionnaires qui ne font que passer, le temps des gros actionnaires al ant dans le sens d’une de faire une plus-value, et qui repartiront une protection de celui des petits profite en fait, là fois leurs gains réalisés (ou repartiront déçus), encore, aux dirigeants en place : le président, mais aussi celui des investisseurs récemment à qui de nombreux actionnaires délèguent leur entrés qui commencent à monter en puissance. droit de vote à l’assemblée, échappe, lui, à cette Beaucoup la dénoncent comme étant un ins- limitation. Cette technique, el e aussi, est de trument de protection de la direction en place, plus en plus contestée.

une sorte de « pilule empoisonnée » dont le En résumé, les actionnaires ont tout intérêt pouvoir de nuisance apparaîtrait vraiment en au maintien de la règle simple et claire : une cas de tentative d’OPA sur la société (voir le action, une voix. Et ils doivent surveil er dans chapitre suivant). C’est pourquoi les associa- les résolutions qui sont proposées au vote lors tions d’actionnaires recommandent de ne pas des assemblées générales cel es qui visent à voter, lors des assemblées extraordinaires, les contourner cette règle.

Remarque : certains de nos lecteurs peuvent avoir en tête un chiffre plus élevé concernant le quorum exigé. Qu'ils ne s'étonnent pas : il est exact qu'il fallait auparavant qu'au moins un quart des droits de vote soient représentés à une première assemblée ordinaire. Ce chiffre a été abaissé par la loi Breton du 26 juillet 2005 ; il en va de même pour les quorums exigés pour les assemblées générales extraordinaires.

Les assemblées générales extraordinaires

Il peut arriver qu'une société ait à faire approuver par les actionnaires des mesures qui sortent du champ de l'assemblée générale. Dans ce cas, elle doit convoquer une assemblée extraordinaire. Si une convocation d'urgence n'est pas nécessaire, les dirigeants peuvent très bien choisir de tenir cette assemblée en même temps que l'assemblée annuelle ; les actionnaires sont alors convoqués en assemblée mixte, à la fois ordinaire et extraordinaire. Dans une *assemblée générale extraordinaire* sont abordées des questions importantes concernant la vie de l'entreprise, telles qu'une augmentation du capital ou une modification des statuts. Pour cette raison, les règles de vote sont plus exigeantes que pour une assemblée ordinaire : les actionnaires présents ou représentés doivent détenir au moins le quart des droits de vote sur première convocation et le cinquième lors de la seconde. Et les

résolutions proposées ne peuvent être approuvées qu'à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés. Cette règle des deux tiers est extrêmement importante : un actionnaire qui réussit à contrôler les deux tiers du capital et des droits de vote possède ce qu'on appelle la « majorité absolue » dans l'entreprise. Il peut faire voter toutes les résolutions qu'il veut, et les autres actionnaires n'ont plus les moyens de s'opposer à lui. Ils ne peuvent plus sanctionner sa gestion, comme c'est normalement le cas lorsque le rapport de force n'est pas aussi disproportionné.

Les actionnaires peuvent sanctionner les dirigeants

L'assemblée annuelle est un temps fort de la vie de l'entreprise. Pour l'actionnaire, c'est d'abord le moment de faire le point grâce aux nombreux documents qui doivent lui être remis à cette occasion (comptes annuels et consolidés le cas échéant, rapport du conseil d'administration ou du directoire, liste des administrateurs ou des membres du conseil de surveillance et du directoire, ordre du jour de l'assemblée générale, avec le texte des projets de résolution, exposé sommaire de la situation, tableau de résultats des cinq derniers exercices, le tout généralement regroupé dans un rapport annuel) et grâce aux réponses apportées par les dirigeants à toutes

les questions posées. Mais c'est aussi l'occasion d'exprimer sa confiance envers les dirigeants de l'entreprise ou de la refuser.

Les assemblées peuvent être le lieu où se règlent les batailles pour le pouvoir ; en général, le petit actionnaire n'a pas alors un grand rôle à jouer, mais il a tout intérêt à suivre avec attention ces péripéties, car le nouveau pouvoir issu de l'assemblée peut annoncer un changement de politique qui sera approuvé (l'action montera) ou désapprouvé par le marché.

Ainsi, le 15 avril 2008, l'assemblée de Carrefour était très attendue : elle devait marquer la fin de l'action de concert entre tous les membres de la famille Halley, premier actionnaire du groupe, et l'entrée au conseil d'administration de deux actionnaires très actifs, groupe Arnault et Colony Capital, réunis au sein de l'entité Blue Capital. Le 22 mai 2008, une autre assemblée s'annonçait agitée, celle d'Atos Origin, avec une direction bien décidée à contrer deux fonds d'investissement, Centaurus et Pardus, qui, depuis un an, contestaient sa stratégie ; de fait, l'assemblée s'est très mal passée, il a fallu en convoquer une seconde, trois semaines plus tard ; entre-temps les deux fonds et la direction s'étaient entendus sur le départ du président du conseil de surveillance et la nomination de représentants des

fonds. Autre assemblée qui promettait d'être agitée : le 30 mai 2008, celle d'Alcatel-Lucent ; en fait, les deux dirigeants du groupe, Pat Russo et Serge Tchuruk, très critiqués pour leurs mauvais résultats et la chute du titre en Bourse, ont réussi à passer ce cap sans trop d'encombre, mais ils ont donné « spontanément » leur démission dans le courant de l'été. Plus récemment, le 8 décembre 2011, l'assemblée générale des actionnaires de Foncière Paris France, cible d'une OPA hostile, n'a pas donné son accord à l'adoption des armes anti-OPA que les dirigeants proposaient.

Ces quelques exemples le montrent : la réunion de routine se transforme parfois en un événement de grande importance dans la vie de la société.

Le lecteur qui aurait des doutes sur ce point devrait relire l'histoire d'Eurotunnel : cette réalisation, splendide sur le plan technique et d'un intérêt économique évident, a été une aventure ruineuse pour beaucoup d'épargnants ; ses assemblées générales ont été les plus tumultueuses que l'on ait connues ici depuis celles qui avaient suivi l'annonce des opérations sur le capital d'Usinor et Sacilor en 1986. La situation s'est heureusement stabilisée depuis quelques années.

Et même lorsque les assemblées générales ne se transforment pas en champ de bataille, elles peuvent donner leur approbation à des mesures extrêmement importantes pour la vie de l'entreprise, qu'il s'agisse de

l’affectation du bénéfice ou de dispositions concernant les statuts. Un actionnaire qui s’en désintéresserait pourrait avoir de mauvaises surprises. Il est toujours dangereux quand on a le droit de vote de ne pas s’en servir : on risque d’avoir à le regretter.

Participer aux augmentations de capital

Parmi les décisions importantes concernant la vie du titre qui doivent être prises en assemblée générale extraordinaire figurent notamment les augmentations de capital. Ce sujet sensible est fréquemment abordé par tous ceux qui critiquent la Bourse et s’interrogent sur son utilité réelle. Le reproche peut être ainsi formulé : on dit que la Bourse sert à financer les entreprises, mais, dans la réalité, ceux qui achètent des actions sur le marché ne s’intéressent qu’aux plus-values potentielles et au dividende et ne sont pas du tout soucieux d’apporter du capital permettant de développer l’entreprise. La preuve ? Ils ne manifestent pas toujours un grand entrain à souscrire aux augmentations de capital.

La question est intéressante. On l’a vu dans les précédents chapitres : ce qui compte pour un actionnaire, c’est la rentabilité des capitaux propres, qui se traduit *in fine* par un certain niveau de bénéfice par action. Alors, c’est vrai, les actionnaires sont toujours inquiets quand les dirigeants de l’entreprise proposent une augmentation de capital. C’est évidemment le cas

lorsque l’entreprise ne va pas bien, qu’elle a « mangé » son capital et qu’elle demande aux actionnaires de « remettre au pot » pour assurer sa survie ; là, on comprend que les actionnaires aient quelques hésitations. Mais il est vrai aussi que les augmentations de capital ne suscitent pas non plus l’enthousiasme même dans l’hypothèse d’une entreprise en bonne santé, qui demande de l’argent frais pour financer de nouveaux développements. Légitimement, les actionnaires se posent la question de savoir si les nouveaux investissements vont être aussi rentables que les précédents : qu’il s’agisse d’un développement par *croissance interne* (l’entreprise renforce les activités existantes ou en crée de nouvelles) ou par *croissance externe* (l’entreprise en rachète d’autres), le changement de taille risque de ne porter ses fruits que dans un délai éloigné ; les dirigeants de l’entreprise peuvent avoir la folie des grandeurs et ne pas avoir fait des prévisions de retour sur investissement très réalistes. Les réticences de l’actionnaire auquel on demande de faire un effort sont, *a priori*, très compréhensibles : il appartient aux dirigeants de l’entreprise de bien plaider leur dossier et de le convaincre de les suivre.

Lorsque le principe de l’augmentation de capital est accepté par les actionnaires, il reste à en étudier les modalités et à décider si l’on participera ou non à l’opération. Car l’actionnaire qui ne participe pas à l’augmentation de capital est « dilué » : ses actions représenteront un pourcentage plus faible du capital augmenté et, à bénéfice inchangé, la part pouvant lui revenir sera plus

petite.

Pour toutes ces raisons, la perspective d’une augmentation de capital est en général accueillie avec une certaine réserve par le marché ; la première réaction est souvent une baisse des cours. Pourtant, ces opérations sont à suivre de près et il est souvent intéressant d’y participer. Voyons comment cela se passe.

Chapitre 10 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (2)

189

Le droit préférentiel de souscription

Un actionnaire qui ne souscrit pas à une augmentation de capital se retrouve « dilué », nous venons de le voir. Il est donc important que, au cas où une telle

opération aurait lieu, l’entreprise lui donne la possibilité de participer de façon prioritaire à l’augmentation de capital. Ensuite, il sera libre d’accepter cette proposition ou de la refuser.

Ce droit prioritaire de participer à l’augmentation de capital se matérialise sous la forme d’un droit prioritaire de souscription (DPS) attaché à chaque action ancienne. Par exemple, une société peut proposer à ses actionnaires de souscrire à une action nouvelle à un prix d’émission donné (inférieur aux derniers cours de l’action ancienne) pour quatre actions anciennes détenues. À ce moment-là, un droit de souscription sera « détaché » ; *de facto*, l’action

ancienne sera séparée en deux parties : une action ex-droit et un droit de souscription. L'actionnaire aura alors le choix entre plusieurs solutions.

Souscrire ou ne pas souscrire, telle est la question

La première est de souscrire à l'augmentation de capital. Mais, là encore, l'actionnaire aura plusieurs possibilités, car il n'est pas sûr que le nombre d'actions qu'il détient soit un multiple de quatre, pour reprendre notre exemple (les titres qui viennent en surplus du multiple constituent ce qu'on appelle les « rompus »). Si, par exemple, il détient sept actions, il peut faire le choix de ne souscrire qu'à une action nouvelle et de revendre les trois droits de souscription qu'il n'utilisera pas ; mais il peut aussi choisir d'acheter un droit de souscription supplémentaire de façon à pouvoir acheter deux actions nouvelles. Il peut également acheter sur le marché d'autres droits de souscription, ce qui lui permettra d'obtenir des actions nouvelles en plus grand nombre. Cela, c'est pour la partie de l'offre dite « irréductible », c'est-à-dire celle à laquelle on participe en utilisant les droits de souscription liés aux actions qu'on détient déjà ou que l'on achète sur le marché. Mais si l'investisseur veut profiter de l'occasion pour acheter des titres de la société à un prix en dessous de celui du marché, il peut aussi demander à participer en plus à l'offre « réductible », qui porte sur les titres qui n'auront pas trouvé preneur dans le cadre de l'offre irréductible ; c'est très intéressant, dans la mesure où l'on peut alors avoir des titres à bon prix sans payer de droit de

souscription, mais c’est aléatoire, car on n’est pas certain de pouvoir obtenir le nombre de titres demandé.

L’autre solution consiste à ne pas souscrire, pour des raisons diverses : désir de ne pas renforcer sa position sur cette valeur, manque de liquidités, etc. Alors l’actionnaire vend ses droits de souscription. Évidemment, il sera « dilué », avec une conséquence inéluctable : les actions qu’il détient vont perdre un peu de leur valeur. En effet, la valeur en Bourse de la société ne change pas, simplement elle est répartie en un nombre de titres plus grand

qu’avant, donc chaque titre vaut moins cher. La vente des droits permet à l’actionnaire de compenser cette baisse du cours.

Le DPS a une valeur

Que vaut le droit de souscription ? Ce droit représente la différence entre le cours de l’action ancienne et le cours théorique de l’action nouvelle. Le calcul

est assez simple : si, dans notre exemple, l’action ancienne est cotée 100 et que l’action nouvelle est vendue au prix d’émission de 80 pour quatre actions anciennes, celui qui achète une action nouvelle se retrouve avec cinq actions, quatre à une valeur de marché de 100 et une acquise à 80, soit au total 480 pour cinq actions, donc un prix moyen de 96 ; la différence entre le cours de l’action ancienne (100) et le cours théorique futur (96) donne la valeur du

droit de souscription de 4.

Ce calcul est intéressant, car les droits de souscription sont souvent (mais plus systématiquement) cotés en Bourse et peuvent tomber en dessous de leur valeur théorique. Il peut être intéressant d'en profiter, en faisant toutefois attention à un point : acheter des DPS sur le marché peut se révéler très coûteux en raison des frais de courtage (la société peut demander que les droits soient négociés sans frais de courtage). Dans le cas où les droits ne sont pas cotés, ceux qui ne les utilisent pas ou ont des rompus sont crédités du montant de leur valeur.

Ce type d'augmentation de capital est très fréquent dans l'univers des petites et moyennes valeurs qui veulent financer leur développement. Encore faut-il que l'environnement boursier soit favorable aux appels au marché, ce qui n'a pas toujours été le cas dans les années récentes. Mais, quand elles ont lieu, ces opérations sont souvent intéressantes. Citons l'exemple d'Orpea, groupe spécialisé dans la prise en charge de la dépendance (cliniques psychiatriques et de soins de suite, maisons de retraite) qui a lancé le 15 novembre 2011 une augmentation de capital avec DPS dans la proportion d'une action nouvelle pour quatre anciennes, à un prix de 19,15 €, inférieur de 38 % au cours de clôture de la veille. Le groupe paraissait avoir un avenir assuré dans un secteur où la demande est forte ; le prix a été jugé attrayant, l'augmentation

de capital a été sursouscrite : la demande de titres a dépassé l'offre de 57 %. Certes, l'annonce de l'augmentation de capital a fait immédiatement chuter le cours du titre, ce qui est normal comme nous l'avons expliqué précédemment, mais les actionnaires qui ont souscrit à l'opération ne devraient pas le regretter.

Quand le cas se présente, vous devez lire attentivement la note de présentation de l'opération. La société doit fournir tous les calculs dont nous venons de parler : elle doit indiquer quelle sera la valeur théorique du DPS et celle de l'action ex-droit. Disposant de ces éléments, vous pouvez faire votre choix en toute connaissance de cause.

Chapitre 10 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (2)

191

Les autres formes d'augmentation

de capital

Toutes les augmentations de capital ne se font pas selon la procédure que nous venons de voir. Beaucoup de sociétés cherchent à réaliser ces opérations à des conditions de prix beaucoup plus proches des prix de marché ou à profiter de l'occasion pour élargir leur actionnariat. C'est d'ailleurs un sujet fréquemment abordé lors des assemblées générales. Car une société ne peut pas procéder à une augmentation de capital sans en

avoir obtenu l’autorisation de ses actionnaires, et il ne peut y avoir abandon du droit préférentiel de souscription sans accord de ceux-ci.

L’entreprise peut en effet avoir envie de faire entrer dans son capital un partenaire nouveau qui apportera de l’argent frais ou fera un apport en nature (usine, activité nouvelle). On parle alors d’« augmentation de capital réservée ». Cette façon de procéder n’est guère favorable aux anciens actionnaires, dont la part dans le capital se retrouve diluée, mais cela peut être la moins mauvaise des solutions : par exemple, si l’entreprise ne va pas bien et si ses actionnaires ne se montrent pas enclins à « remettre au pot », l’entrée d’un nouveau partenaire peut permettre de sortir de la crise.

Lorsqu’une société veut faire un appel large au marché sans utiliser la formule des droits préférentiels de souscription, elle peut donner à ses actionnaires un droit de priorité, qui n’est pas négociable sur le marché et qui est en général à exercer dans un laps de temps assez court ; une fois le délai passé, l’augmentation de capital est ouverte à tous. Dans tous les cas où il n’y a pas de DPS, les droits des actionnaires anciens sont protégés par le fait que les actions nouvelles ne peuvent être émises à des prix trop avantageux : la décote ne peut excéder 5 % par rapport à la moyenne des cours des trois jours de Bourse précédant l’opération.

Il arrive aussi que des sociétés veuillent émettre des actions nouvelles à un

prix supérieur aux cours de marché. Évidemment, cela ne peut être accepté que contre la remise d'un cadeau, en l'occurrence un bon de souscription, négociable sur le marché, qui donne le droit de souscrire à une autre action de la société à un prix d'exercice déterminé et dans une période de temps donnée (souvent assez longue). Ces bons de souscription peuvent d'ailleurs être attachés aussi à des obligations. Nous aurons l'occasion d'en reparler. Dans tous les cas, le lecteur l'aura compris, l'actionnaire a intérêt à être vigilant et, lors des assemblées, à ne pas abandonner ses droits préférentiels de souscription sans avoir obtenu de solides explications sur les projets de la société.

Attention. L'article 11 de l'ordonnance du 22 janvier 2009 permet de procéder

à une augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription

par placement privé, à l'intention d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle

restreint d'investisseurs, dans la limite de 20 % du capital social par an. L'objectif clairement affiché est de faciliter le recours des sociétés à ce mode de financement plus rapide et plus simple qu'une augmentation de capital par offre au public.

Profiter des gestes de l'entreprise envers

ses actionnaires

Sur des marchés parfois très volatils, l'entreprise a tout intérêt à essayer de fidéliser ses actionnaires. En effet, toutes les études le montrent, ces derniers sont de plus en plus prompts à vendre leurs titres à la première alerte et, à la différence des actionnaires individuels, qui manifestent souvent un certain attachement à l'entreprise dans laquelle ils ont choisi de placer leur argent, les investisseurs professionnels n'ont pas d'états d'âme ; la moindre défaillance est immédiatement sanctionnée.

D'abord, le dividende

Le meilleur moyen de faire plaisir à ses actionnaires, c'est indiscutablement de leur verser un bon dividende. Dans l'ensemble, les sociétés essaient de lisser leurs dividendes, c'est-à-dire de ne pas les faire trop varier. Si l'année est bonne, on abaisse le taux de distribution (c'est-à-dire la partie du bénéfice qui est distribuée aux actionnaires en pourcentage du bénéfice total) de façon à avoir une progression modérée du dividende. Quand l'année est moins bonne, on augmente le taux de distribution et, le cas échéant, on puise dans les sommes mises de côté au cours de l'exercice précédent (le *report à nouveau,* qui n'a été ni distribué ni affecté aux réserves) de façon à ne pas avoir à réduire le dividende. Dans les périodes difficiles, comme ce fut le cas entre 2008 et 2011, les entreprises ont eu à cœur de tenter (en vain) de rassurer leurs actionnaires en faisant des efforts pour stabiliser les résultats financiers et le dividende distribué.

Le dividende majoré

Pour se donner des moyens supplémentaires de fidéliser leurs actionnaires, des entreprises ont imaginé un système de dividende majoré au profit de ceux qui détiennent leurs titres depuis un certain temps. Cette pratique est encadrée par une loi de 1994 qui en précise les modalités et les conditions : on ne peut imaginer en effet que des dirigeants puissent adopter sans contrôle des dispositions en contradiction avec la règle de base de l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Chapitre 10 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (2)

193

Le principe du dividende majoré doit donc figurer dans les statuts de l'entreprise, ce qui implique qu'il soit adopté par une assemblée générale extraordinaire. Le taux de majoration, lui aussi voté par l'assemblée, ne peut dépasser 10 % du dividende normal. Enfin, pour en profiter, les actionnaires doivent avoir fait inscrire leurs *titres au nominatif* (dans les registres de la société) depuis au moins deux ans.

Cette idée n'a pas obtenu le succès escompté : les actionnaires n'ont guère apprécié la lourdeur de la procédure (l'inscription au nominatif pendant au moins deux ans) ; même si, dans la pratique, il leur arrive de garder des titres pendant au moins deux ans, ils préfèrent garder leur liberté d'action (sans jeu de mots !). Dans la formule du *nominatif pur*, les titres sont gérés par la

société elle-même, ce qui confère quelques avantages, comme l'absence de droits de garde et de frais de gestion ou un versement direct du dividende, mais présente aussi un inconvénient : ces titres, étant inscrits sur un compte dans la société, ne peuvent figurer dans un PEA. Dans la formule du nominatif administré, vous êtes bien inscrit dans les registres de la société mais la gestion de vos titres reste assurée par votre intermédiaire financier auquel vous payez droits de garde et frais de gestion ; dans ce cas, vos titres peuvent être mis dans un PEA.

Au total, seules quelques sociétés cotées ont adopté le principe du dividende majoré. Citons notamment Air Liquide, Lafarge et Seb.

Le dividende prioritaire

Une action donne à son propriétaire un droit de vote, qui peut être décisif en certaines circonstances. Par exemple, lorsqu'une entreprise veut en racheter une autre et lance une OPA (offre publique d'achat, voir au chapitre 11), les actionnaires de l'entreprise cible sont consultés et doivent dire s'ils acceptent ou rejettent cette offre. Si les dirigeants de cette entreprise cible sont hostiles à l'OPA, mais ne contrôlent qu'une partie modeste du capital, ils peuvent être mis en minorité devant l'assemblée des actionnaires. Pour éviter de se retrouver dans cette situation désagréable, des entreprises, généralement contrôlées par une famille ou un actionnaire minoritaire,

ont eu recours à une possibilité offerte par la loi : créer des *ADP*, actions à dividende prioritaire. Le principe est simple : aucun droit de vote n'est rattaché à l'ADP, mais, en compensation, son porteur a droit à un dividende plus élevé que les autres actionnaires. La majoration peut être fixée à l'avance de deux façons : ou en pourcentage, ou en valeur absolue (en euros ou en centimes d'euros). Dans tous les cas, l'écart peut être considérable, de 50 % ou davantage. Si le bénéfice de l'exercice passé ne permet pas d'accorder cette rémunération supplémentaire, celle-ci devra être versée au cours des trois années suivantes en plus du dividende de l'année (c'est ce qu'on appelle le *dividende cumulatif*). Et si l'entreprise, en difficulté, ne peut verser de dividende pendant trois années consécutives, l'ADP retrouve son droit de vote.

En théorie, l'idée est séduisante. Renoncer à son droit de vote en échange d'une rémunération plus élevée devrait intéresser les épargnants qui souhaitent améliorer le rendement de leur placement. Dans les faits, c'est plus compliqué : les actionnaires répugnent à perdre ce droit qui peut être extrêmement rémunérateur en cas d'OPA. Résultat : les ADP se négocient sur le marché à un cours beaucoup plus bas que les actions ordinaires. Après avoir connu un certain succès, les ADP sont aujourd'hui une espèce disparue.

Le charme discret des actions gratuites

Un autre geste plaît toujours aux actionnaires : la distribution d'actions gratuites (la magie du terme « gratuit » !). Une entreprise qui a réalisé des bénéfices, ne les a pas entièrement redistribués à ses actionnaires et a constitué des réserves peut très bien décider d'augmenter son capital en y incorporant tout ou partie de ces réserves. Le capital ayant ainsi été augmenté, elle a alors, en théorie, deux solutions. La première consiste à garder le nombre d'actions inchangé et à se contenter de relever la valeur nominale des actions (la valeur nominale est celle que l'on obtient en divisant le montant du capital social par le nombre d'actions émises). Mais, dans la pratique, cela ne change rien, c'est une réorganisation purement comptable du passif de l'entreprise. Le cours de Bourse n'a aucun rapport avec la valeur nominale des actions (demandez à des actionnaires quelle est la valeur nominale des actions qu'ils ont en portefeuille ; aucun ne pourra vous le dire, pour la simple et bonne raison que cela n'a pas d'importance pour lui).

'OUBLIEZ PAS ! La société optera donc pour la seconde solution : garder inchangée la valeur nominale des actions, mais en augmenter le nombre. Elle proposera alors

N

à ses actionnaires des actions gratuites attribuées proportionnellement au nombre d'actions qu'ils détiennent déjà. Comme dans toute émission

d’actions nouvelles, cela se traduit par la création d’un droit, qui n’est pas en l’occurrence un droit de souscription, mais un droit d’attribution. Comme les droits de souscription, ces droits d’attribution ne sont plus obligatoirement négociables. Ceux qui ne possèdent pas le bon nombre de droits permettant d’obtenir des actions nouvelles (par exemple, ceux qui possèdent quinze actions et donc quinze droits d’attribution dans le cas d’une action gratuite pour dix anciennes) se verront remettre le nombre d’actions nouvelles auquel ils ont droit (une, dans notre exemple) plus une compensation en numéraire correspondant aux « rompus », c’est-à-dire aux droits d’attribution inutilisables (cinq dans notre exemple).

Évidemment, cette création d’actions nouvelles entraîne une baisse des cours. Mais cela est sans incidence pour l’actionnaire, puisque cette baisse est compensée par le nombre plus élevé de titres qu’il détient désormais en portefeuille. Et cette opération est d’autant plus favorablement accueillie

qu’elle constitue un signe doublement intéressant. Premièrement, la société se soucie de ses actionnaires. Deuxièmement, elle est prospère et elle a confiance dans l’avenir : si elle n’avait pas la perspective d’améliorer encore ses résultats, elle ne prendrait pas le risque, en augmentant le nombre de ses

titres, de faire baisser son ratio de bénéfice par action.

La conclusion est claire : peu de sociétés peuvent se permettre de mener une telle politique. Les distributions d'actions gratuites sont assez peu nombreuses. Air Liquide est une des rares sociétés à procéder régulièrement à de telles opérations, à un rythme d'une année sur deux en principe.

Le cas particulier des actions gratuites des privatisées

En cas de privatisation d'une entreprise, il est fréquent que l'État promette des actions gratuites destinées à récompenser les investisseurs qui auront gardé leurs actions sans discontinuer depuis le jour de leur mise sur le marché, et cela pendant une période généralement égale à dix-huit mois. Comment expliquer cette générosité ? Mettre (ou remettre) sur le marché les titres d'une entreprise publique est toujours un exercice délicat. Si l'État décide de lancer une telle opération à un moment où les perspectives boursières sont médiocres, il prend le risque de ne pas susciter un grand intérêt du public. De même, s'il se montre trop gourmand en réclamant un prix trop élevé, les titres se placeront mal. À l'opposé, si l'État vend ses participations dans des entreprises publiques à un prix jugé trop faible, le gouvernement sera accusé de brader le patrimoine national. Il faut donc naviguer entre tous ces écueils, sachant que le pire serait l'échec de l'opération. Le gouvernement aura donc tendance à proposer un prix jugé

« raisonnable » par les acheteurs potentiels. Mais, à ce moment-là, il court un autre risque : que, flairant la bonne affaire, beaucoup se précipitent pour acheter des titres au moment de la privatisation et les revendent quelques semaines voire quelques jours après, avec une confortable plus-value. Non seulement il faut inciter les gens à acheter des titres, mais il faut aussi leur donner une bonne raison de les garder. Cette bonne raison, ce sera l'action gratuite. Ainsi, pour Gaz de France : ceux qui ont souscrit au moment de l'ouverture du capital se sont vu remettre une action gratuite pour dix achetées, en janvier 2007, dix-huit mois après la mise sur le marché en juillet 2005.

Dans ce cas, les actionnaires n'ont pas à craindre d'être « dilués ». En effet, il n'y a pas d'émission d'actions nouvelles. L'État avait déjà ces actions en portefeuille ; il y a simplement eu un transfert de propriété, de l'État vers les investisseurs. Pour ces derniers, c'est une bonne opération. Au lieu d'avoir dix actions, pour reprendre l'exemple de Gaz de France, ils en ont onze et, comme la onzième est gratuite, cela revient à abaisser le prix de revient unitaire de leurs actions : en déboursant 232 € pour acheter dix actions au prix unitaire de 23,20 €, ils en ont obtenu en fait onze, ce qui donne un prix de revient unitaire de seulement 21,09 €.

Les actions gratuites au profit des salariés

Il y a un point sur lequel les actionnaires et leurs associations de défense sont de plus en plus réservés : c'est la distribution d'actions gratuites aux salariés de l'entreprise. Non seulement ils redoutent d'être « dilués », ce qui est mauvais pour la performance de leur portefeuille, mais en plus ils craignent de perdre une partie de leur influence dans l'entreprise, ce qui pourrait avoir des conséquences non négligeables, en cas d'OPA par exemple (voir chapitre suivant). Les plans d'attribution d'actions gratuites réservées aux salariés font donc l'objet d'un examen approfondi avant leur discussion en assemblée générale.

En soi, l'idée de telles distributions n'est pas mauvaise : on peut supposer que, si les salariés deviennent actionnaires de l'entreprise qui les emploie, ils seront incités à travailler davantage et mieux. Ce serait en somme un bon moyen de réconcilier le capital et le travail. Mais les actionnaires ont plutôt tendance à voir les mauvais côtés de l'affaire et à s'y opposer. Certains d'entre eux tiennent un discours plus nuancé. Ils sont prêts à accepter les programmes d'émission d'actions gratuites réservées aux salariés, mais à deux conditions : qu'ils ne soient pas réservés aux seuls dirigeants et profitent à une large partie des salariés ; que leur mise en œuvre effective soit liée aux performances de l'entreprise. D'accord pour laisser les salariés

profiter seuls d’actions gratuites, mais seulement s’ils obtiennent de bons résultats ! Cette dernière façon de voir n’est pas dénuée de logique.

Le rachat d’actions

Une autre façon pour une société de faire plaisir à ses actionnaires consiste à racheter ses propres actions et à les annuler. Moins d’actions sur le marché pour des performances financières inchangées, cela signifie un bénéfice par action et des ratios de valorisation plus élevés. En moyenne, selon une étude menée par JP Morgan, les cours des valeurs concernées réagissent par une augmentation de 15 % dans les deux mois qui suivent. Pour l’entreprise, c’est aussi une bonne opération : cela réduit le montant des capitaux à rémunérer. Les rachats d’actions n’ont longtemps été autorisés que dans un cadre limité, notamment pour attribuer ces titres aux salariés dans le cadre de la participation. Une loi de septembre 1998 a largement élargi le cadre des possibilités et un règlement européen de 2003 a ensuite clairement précisé les règles du jeu dans le cadre de la directive Abus de marché. Dans l’esprit des autorités européennes, il s’agissait d’éviter que les entreprises ne s’en servent pour manipuler leur cours. Les opérations destinées à assurer la liquidité du titre en Bourse ou à animer son marché ne peuvent être menées par la société elle-même : elles doivent être confiées à une société de services d’investissement indépendante dans le cadre d’un *contrat de*

liquidité. L’entreprise rachète ses actions et les confie à l’intermédiaire
Chapitre 10 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (2)

197

Les stock-options, une bonne idée ou un scandale ?

Quand on parle de la rémunération des diri- actions qu’il vient d’acquérir. Mais il peut aussi geants des entreprises, la question des stock- décider de les garder. S’il les revend quelques options revient inévitablement sur le tapis. Tout années après à un cours de 150, il augmente le monde sait que le système existe et qu’il son gain de 20, qui représente la plus-value permet de gagner beaucoup d’argent. Mais de cession.

comment ?

La distinction entre ces trois phases de forma-

Pour parler en français, il s’agit d’options sur tion de la plus-value mérite d’être connue : non actions qui sont remises aux cadres de l’entre- seulement elle permet de comprendre l’intérêt prise (très souvent, en fait, à un nombre limité des stock-options, mais el e sert de base à la de dirigeants) si la proposition a été votée en réglementation fiscale (voir Chapitre 16).

assemblée générale. Ces options permettent

à leurs bénéficiaires d’acquérir des actions Sur le sujet, les idées évoluent très vite.

de l’entreprise à un prix déterminé à l’avance Initialement présentées comme un excel ent (le prix d’exercice) au-delà d’un certain délai. moyen d’encourager les dirigeants à faire Ces actions peuvent être ensuite revendues toujours mieux, les stock-options ont été immédiatement ou conservées.

ensuite ressenties comme une incitation à des

politiques de court terme : el es pousseraient

En quoi ce système est-il intéressant ? La les dirigeants à améliorer très vite

les résultats, possibilité de gains est triple.

de façon parfois artificiel e, pour réaliser des

Le prix d'exercice est fixé en fonction du gains rapides et élevés, au détriment éventuel cours de l'action au moment où les options de l'avenir à long terme de l'entreprise. L'affaire sont attribuées, souvent avec une décote. Par EADS n'a évidemment pas contribué à améliorer exemple, si l'action est cotée à 100 et si le prix l'image des stock-options dans le public : des d'exercice est fixé à 90, il y a dès le départ un dirigeants de l'entreprise aéronautique euro-gain potentiel de 10.

péenne, informés des retards dans la réalisation

du programme Airbus A380, auraient levé leurs

Ensuite, le jour où le bénéficiaire des options options et vendu tout de suite leurs actions décide de les lever, c'est-à-dire d'exercer son avant que ces retards ne soient rendus publics droit d'acquérir les actions au prix déterminé et que le cours d'EADS n'ait plongé. On serait là à l'avance, le cours a encore progressé par en présence d'un délit d'initié caractérisé. Les rapport à celui de la date d'attribution. Si, pour enquêtes n'ont pas permis d'établir l'existence reprendre notre exemple, le jour de la levée des formel e du délit, mais le soupçon est tenace.

options, le cours s'établit à 130, le gain poten- Et la grande crise financière de 2007-2008 est tiel s'établit à 30. Ces 30 € supplémentaires de venue relancer le débat sur la rémunération gain potentiel représentent ce qu'on appel e la des dirigeants des grands groupes cotés, avec

« plus-value d'acquisition ».

notamment l'interdiction en mars 2009 des

bonus et des stock-options pour ceux qui ont

À ce moment-là, le bénéficiaire de stock-options eu recours à l'aide de l'État.

peut décider de revendre immédiatement les

financier avec des liquidités, à charge pour lui de procéder à des ventes ou des achats de titres quand le marché est déséquilibré ; cela est particulièrement utile pour les valeurs moyennes ayant un marché étroit, l'investisseur étant moins réticent à s'intéresser à ces titres si un contrat de liquidité lui permet d'acheter et de vendre dans des conditions satisfaisantes. Une ordonnance de janvier 2009 a assoupli les règles entourant ces opérations de rachat quand elles visent simplement à favoriser la liquidité des titres.

Mais une entreprise peut fort bien racheter ses actions pour les attribuer à des programmes de remise d'actions gratuites ou d'options à ses salariés ou à ses dirigeants, ou pour les échanger contre celles d'une autre société dans le cadre de la gestion de sa croissance externe. En attendant leur emploi, les titres achetés figurent à l'actif du bilan ; ils représentent l' *autocontrôle*, c'est-à-dire le contrôle de la société sur son propre capital (ils perdent alors leur droit de vote). Dans tous les cas, ces opérations doivent être autorisées par une assemblée générale extraordinaire.

Les rachats d'actions en vue de leur annulation ont atteint un sommet en 2007, alors que beaucoup d'entreprises disposaient de liquidités abondantes.

Cette année-là, ils se sont montés à 589 milliards de dollars pour les entreprises incluses dans l’indice S & P 500 ; en France, ils ont représenté

plus de 19 milliards d’euros pour les seules entreprises du CAC 40.

L’ampleur prise par cette pratique a toutefois suscité de vives réactions. Décidée pour faire plaisir aux actionnaires, cette politique a été jugée de courte vue. Beaucoup d’analystes s’en sont émus en faisant la remarque suivante : les entreprises qui rachètent leurs propres actions n’ont-elles rien de mieux à faire de leur argent ? Sont-elles à court de projets rentables ?

La crise financière a mis un terme brutal à ce débat : dès le premier trimestre 2008, les sociétés financières ont fortement réduit les achats de leurs titres puis beaucoup d’entre elles, au contraire, ont eu besoin de se recapitaliser. Seules des compagnies comme Exxon Mobil ont continué à se porter acheteuses de leurs propres titres. De même, en Europe, les sociétés qui voulaient rassurer leurs actionnaires sur leur bonne santé ont préféré mettre l’accent sur la distribution de dividendes. Un problème avait chassé l’autre…

Mais le balancier est de nouveau reparti dans l’autre sens. En 2011, les programmes de rachat d’actions ont atteint de nouveau des montants considérables. C’est surtout vrai aux États-Unis. En dépit des turbulences provoquées par les problèmes européens, Wall Street a relativement bien terminé l’année, avec une modeste hausse de 5,5 % du Dow Jones et une quasi-stabilité du S&P 500, grâce à une amélioration des perspectives

de l’économie américaine mais aussi au soutien apporté par les rachats d’actions. Les entreprises américaines ont en effet atteint un niveau de

profitabilité record et ont décidé d’en faire profiter leurs actionnaires. Un mouvement comparable, quoique de moindre ampleur, a été enregistré en France où les grandes entreprises du CAC 40 ont encore engrangé des profits significatifs. On peut ainsi citer Sanofi, qui a procédé en 2011 à des rachats d’actions pour plus de 1 milliard d’euros. Le débat reste d’actualité…

Une précision : si les programmes de rachat d’actions portent sur plus de 10 % du capital, la société doit alors lancer une OPRA (offre publique de rachat d’actions). On quitte alors ce chapitre, consacré à ce que l’on pourrait appeler la « vie ordinaire de l’entreprise ». Nous le verrons donc au chapitre suivant, lorsque nous parlerons de tous les événements extraordinaires qui peuvent marquer la vie boursière d’une société, de la première cotation à la dernière, en passant par toutes les formes d’offres publiques.

Chapitre 11

Les grands moments de la vie boursière

Dans ce chapitre :

▸ Les introductions en Bourse

▸ Les batailles boursières : OPA, OPE, etc.

▸ Le retrait de la cote

L es entreprises produisent et vendent, elles gagnent de l'argent ou en perdent, elles en informent leurs actionnaires et, le cas échéant, elles leur distribuent un dividende. Cela, c'est la vie normale de l'entreprise ; c'est ce que nous avons vu au cours du chapitre précédent. Suivre ces évolutions, tenter d'en profiter au mieux, en se plaçant au bon moment sur une valeur et en la vendant lorsque le vent commence à tourner, absorbe l'essentiel du temps que l'investisseur individuel consacre à la gestion de son portefeuille. C'est l'étude attentive de la vie au jour le jour des entreprises qui lui permet d'intervenir au moment opportun et, au fil des années, d'accroître la valeur de son patrimoine financier.

Mais, si l'on compare la liste des valeurs cotées à Paris aujourd'hui à celle d'il y a dix ans ou vingt ans, on constate immédiatement de profondes différences. Des entreprises de second rang se sont hissées au tout premier plan, d'autres qui ont fait la fortune d'une génération de boursiers sont sorties de la liste, de petites nouvelles surgissent, qui grandissent parfois très vite. Bref, la cote vit. De la naissance à la mort en passant par le mariage et parfois le divorce, la vie boursière connaît elle aussi ses grands moments.

Des occasions se présentent, dont il faut savoir profiter.

Pour les saisir, il est souvent nécessaire d'avoir un minimum de connaissances techniques. Mais la difficulté n'est pas insurmontable : quand on a fait l'effort d'apprendre à lire un bilan ou un compte de résultat, on ne voit vraiment pas ce qu'il peut y avoir de compliqué dans les procédures

d'introduction en Bourse ou dans la réglementation des OPA ! Cela dit, les explications qui vont suivre sont très simplifiées et ne comportent que les règles dont la connaissance est vraiment indispensable à tout investisseur.

Miser sur les futures vedettes dès leur apparition

L'arrivée en Bourse d'une nouvelle société est toujours un événement. Les investisseurs avisés ne vont pas manquer de regarder s'il n'y a pas une bonne affaire en vue. Une entreprise nouvelle sur le marché, c'est peut-être une future vedette de la cote ; il faut donc s'y intéresser, voir ce qu'elle fait, juger de ses perspectives d'avenir, évaluer sa santé financière et le potentiel de hausse de son titre en Bourse.

La notion d'introduction en Bourse recouvre en fait des réalités très différentes. Qu'y a-t-il de commun entre la PME engagée dans les nouvelles technologies qui a besoin de lever des capitaux pour financer son développement et la grande entreprise nationale comme EDF ou GDF que

le gouvernement a décidé de privatiser partiellement ou complètement ? Dans un cas, on a affaire à une entreprise que l'on ne connaît pas, ou que l'on connaît mal, parce qu'elle est encore jeune et que, de toute façon, elle n'intéressera que quelques centaines ou au mieux quelques milliers d'investisseurs. Dans l'autre cas, il s'agit d'une opération de portée nationale, voire internationale, qui se chiffre en milliards d'euros et concerne des millions d'épargnants. On ne joue pas dans la même catégorie. Sur Alternext, une société peut même être introduite par « placement privé », sans offre au public : le but est de permettre à des entreprises, comme le précisent les textes, « d'acquérir un statut boursier, d'amorcer une liquidité entre professionnels ».

Les différentes procédures d'introduction

La question que l'on peut se poser d'abord est de savoir pourquoi il existe plusieurs procédures d'introduction. N'est-ce pas une complication inutile, une manipulation destinée à favoriser les professionnels et à écarter les investisseurs qui ne font pas partie du sérail ? En fait, il s'agit simplement de proposer des formules qui conviennent à une très grande diversité de situations. L'établissement financier qui se charge de piloter l'introduction en Bourse d'une société a ainsi la possibilité de retenir la formule qui semble la mieux adaptée à la situation de son client et à l'état du marché.

Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière

203

Un double problème à régler

D’une part, il faut trouver un bon prix d’introduction. Une introduction en Bourse, c’est quoi ? C’est un propriétaire (l’État dans le cas d’une privatisation, un particulier, une famille ou des investisseurs privés dans les autres cas, les plus nombreux à défaut d’être les plus importants) qui cède ses titres, ou du moins une partie de ses titres, et les propose au public (en anglais, les introductions sont désignées par le sigle IPO, pour Initial Public Offering). Il peut aussi profiter de l’occasion pour émettre de nouvelles actions et augmenter le capital. Ce propriétaire est évidemment soucieux de réaliser cette vente dans les meilleures conditions pour lui. Quant à ceux qui s’apprêtent à participer à l’introduction et à acheter ces actions, ils pensent à l’avenir : quelles que soient les qualités de l’affaire mise sur le marché, ils ne sont pas prêts à payer un prix qui ne leur laisse pas entrevoir une possibilité de plus-value à un horizon plus ou moins rapproché ; il faut impérativement que le titre qu’on leur propose ait une belle vie boursière en perspective. La détermination du prix permettant de satisfaire ces exigences contradictoires n’est pas forcément évidente. On le sait : toutes les méthodes d’estimation de la valeur d’une entreprise n’aboutissent pas au même résultat ; elles permettent seulement d’établir une fourchette d’évaluation. La procédure

d’introduction retenue doit conduire à un prix équilibré.

D’autre part, elle doit permettre de satisfaire au mieux la demande de titres, sachant qu’en cas de forte demande tout le monde ne pourra pas être servi ou, en tout cas, ne pourra pas avoir la quantité de titres voulue. Dans le cas d’une très grosse introduction, l’objectif est de parvenir à la répartition la plus satisfaisante possible entre investisseurs étrangers et nationaux, entre investisseurs institutionnels et particuliers. C’est la prise en compte de ce double objectif de prix et d’allocation des titres qui va déterminer le choix de la procédure et son déroulement.

La cotation directe

Commençons par celle qui est la moins utilisée mais aussi la plus simple. Dans ce cas, l’avis financier annonçant l’introduction précise simplement le nombre des titres qui doivent être cédés sur le marché le premier jour de cotation et le prix minimal auquel les introducteurs sont disposés à les céder. Les investisseurs intéressés répondent à l’offre en passant des ordres à cours limité, la limite étant nécessairement égale ou supérieure au prix minimal fixé, ou des ordres « au marché », qui ne comportent pas d’indication

de cours, mais sont prioritaires. Le risque de présenter un ordre sans limite est connu à l’avance dans cette procédure : il est prévu que le premier cours coté d’introduction ne devra pas excéder d’un certain pourcentage, en

général 10 %, le prix minimal annoncé. Par ailleurs, il est généralement prévu que les demandes devront être servies au moins à hauteur de 4 %. Si l'une ou l'autre de ces deux conditions ne peut être remplie, l'introduction doit être reportée et reprise avec d'autres conditions ou selon une autre procédure.

Cela explique que cette procédure soit surtout utilisée pour les titres dont l'évaluation ne pose pas trop de problèmes et où l'écart avec le prix minimal n'a pas de raison de prendre des proportions anormalement élevées ; c'est le cas notamment pour les obligations convertibles, dont nous aurons l'occasion de reparler. Car, il faut le préciser, les procédures d'introduction décrites ici ne s'appliquent pas seulement aux actions : elles concernent tous les titres financiers, quelle que soit leur nature, admis sur le marché.

Pour les actions, la cotation directe est rarement utilisée, sauf dans deux types de situation très différents. Le premier cas concerne des entreprises déjà cotées qui changent de marché, si elles passent par exemple du marché libre à Alternext ou d'Alternext à l'Eurolist, ou encore si une société déjà cotée à l'étranger décide de l'être aussi à Paris. Ces introductions ne posent pas de problème, car il y a déjà un cours de référence : celui enregistré la veille sur un autre marché. Le second cas concerne des actionnaires minoritaires de sociétés non cotées qui, en désaccord avec l'actionnaire

majoritaire, décident de demander l'inscription de ces sociétés sur le marché libre.

L'offre à prix minimal

Cette procédure s'apparente à une vente aux enchères : un certain nombre de titres sont mis en vente à un prix minimal. Pour participer à l'opération, il faut passer des ordres à cours limité à un niveau au moins égal à ce prix ; si le cours proposé s'inscrit à l'intérieur d'une fourchette établie après élimination des ordres extrêmes, on est servi, mais dans des proportions variables selon un barème établi par Euronext en fonction des ordres reçus. Ainsi, tout le monde ne paie pas le même prix, et le risque est grand d'avoir obtenu ses actions en proposant un prix qui se révélera trop élevé. Toutefois, si la demande de titres n'excède pas l'offre et donc qu'il ne se pose pas de problème de répartition, tous les ordres sont servis au prix minimal.

L'offre à prix ferme

Selon cette procédure, l'avis émis par Euronext Paris annonçant l'introduction précise le nombre de titres qui seront mis sur le marché et leur prix de vente. La seule incertitude concerne alors le nombre de titres que chaque investisseur pourra obtenir. Au départ, l'émetteur peut se contenter d'indiquer une fourchette de prix, mais il doit alors annoncer un prix ferme et définitif au moins quarante-huit heures avant le jour prévu pour la première

cotation. Le jour dit, Euronext Paris centralise les ordres d'achat qui lui sont transmis par les intermédiaires financiers.

Comme tous ces ordres sont passés au même prix, ce n'est pas ce critère qui va départager les acheteurs. Euronext prévoit donc la possibilité de faire un tri en fonction de la qualité des investisseurs. On aura ainsi les ordres A, donnés par des particuliers, et des ordres B, donnés par les investisseurs

institutionnels. Généralement, on distingue aussi deux sous-groupes : les ordres A1, qui ne peuvent porter que sur un nombre limité de titres (de l'ordre de 50 ou 100) et des ordres A2 qui peuvent porter sur un nombre illimité de titres. En fonction du rapport entre le nombre de titres mis sur le marché et le nombre de titres demandé, les ordres pourront être plus ou moins bien servis. Ils seront réduits (c'est-à-dire que chaque investisseur ne pourra obtenir qu'une fraction du nombre de titres demandé), mais un traitement préférentiel permettra aux ordres portant sur les quantités les plus faibles de ne pas subir un taux de réduction aussi élevé que les autres. Les ordres A1 seront mieux traités que les ordres A2 ou B. Pour donner un ordre de grandeur, il n'est pas rare que les institutionnels ne reçoivent qu'un titre pour cent demandés.

Très utilisée pour les premières privatisations et des inscriptions au marché

libre, l’offre à prix ferme l’est beaucoup moins aujourd’hui.

L’offre à prix ouvert (OPO)

Cette procédure est aujourd’hui la plus courante. L’OPO est généralement associée à une autre procédure dite de « placement garanti » ou de « préplacement ». L’actionnaire qui veut céder ses titres les confie à un intermédiaire financier, lequel constitue un syndicat bancaire : chaque banque membre du syndicat se charge de placer une certaine quantité de titres auprès de sa clientèle d’investisseurs institutionnels. Parallèlement, une procédure d’offre est ouverte par Euronext pour permettre aux investisseurs individuels de participer à l’opération (l’AMF souhaite que 10 % des titres offerts leur soient réservés). Il est proposé alors de souscrire à l’intérieur d’une fourchette de prix ; l’ordre remis à son intermédiaire financier doit porter uniquement sur un nombre de titres ou un montant, sans indication de prix ; il est donc sous-entendu qu’il sera exécuté au prix qui résultera de la procédure. Les introducteurs peuvent se réserver la possibilité de modifier en cours de route la fourchette de prix initialement annoncée ou de déterminer un prix final supérieur à la limite haute de la fourchette ; dans ce cas, il est prévu un délai, généralement de deux jours, pour permettre aux investisseurs de retirer ou modifier leur ordre. Cette possibilité de modifier la fourchette de prix permet aux introducteurs de

réagir en fonction du plus ou moins grand succès que semble rencontrer l'opération. Le cours fixé à l'issue de l'offre tient compte aussi de la demande exprimée dans le cadre du placement garanti, les particuliers bénéficiant généralement d'une légère décote. Comme dans l'offre à prix fixe, les ordres d'achat peuvent être répartis en plusieurs catégories de façon à pouvoir réserver un traitement préférentiel aux plus petits.

La critique que l'on peut formuler à l'encontre de cette procédure est qu'elle conduit l'investisseur à devoir passer un ordre sans savoir exactement à quel prix celui-ci sera exécuté. S'engager à acheter à l'intérieur d'une fourchette peut vous amener en fait à voir votre ordre exécuté à la limite haute de

celle-ci : or, plus l'introduction se fait à un prix élevé, plus les perspectives de plus-value à court terme sont réduites.

Quelques conseils

L'introduction d'un titre en Bourse peut être une bonne occasion à saisir. Mais cela peut constituer aussi une très mauvaise affaire. C'est surtout vrai pour les petites et les moyennes entreprises. Il faut impérativement lire toutes les informations concernant la nouvelle venue pour bien comprendre ce qu'elle fait, quelles sont ses perspectives, quel objectif de cours on peut raisonnablement fixer. Il est important aussi de comprendre pourquoi ses actionnaires actuels veulent l'introduire en Bourse : n'ont-ils pas simplement

l’intention d’enregistrer une belle plus-value, en vendant maintenant parce qu’ils ne sont pas tout à fait sûrs de l’avenir ? N’y a-t-il pas un désaccord entre les membres de la famille fondatrice, l’entreprise ne risque-t-elle pas de perdre les dirigeants qui l’ont menée au succès ? Ou, dans un autre registre, l’engouement suscité par l’introduction de telle ou telle société ne risque-t-il pas de conduire à un prix trop élevé ? Si l’on a des doutes, il est peut-être plus raisonnable d’attendre, de voir comment le titre évolue une fois coté et, éventuellement, de l’acheter sur le marché.

Cela dit, il n’est pas forcément plus facile d’avoir une idée claire de la valeur et des perspectives d’évolution d’une grande société. On peut rappeler ainsi le cas d’EDF. À l’origine, les analystes étaient plutôt réservés : selon leurs calculs, introduite à 32 € sur le marché en novembre 2005, la valeur était déjà bien valorisée et n’avait qu’une faible marge de progression. De fait, le titre a commencé sa carrière boursière par une baisse qui a beaucoup inquiété les 4,9 millions de particuliers qui en avaient acheté. Puis, très rapidement, la situation s’est retournée : avec la hausse du prix du pétrole, le producteur français d’électricité à la tête d’un vaste réseau de centrales nucléaires s’est imposé comme un bon pari sur l’avenir. Dix-huit mois plus tard, il enregistrait

une progression de 150 % et franchissait le seuil de 80 € ; déjouant ainsi les pronostics des experts, il devenait la première capitalisation boursière du

CAC 40. Il faut toutefois reconnaître que la suite des événements a été moins heureuse ; au début de 2012, le titre s'échangeait autour de 18,50 € seulement et n'était plus que la trente-deuxième capitalisation boursière du CAC 40. Avec certaines introductions de grandes valeurs, les actionnaires ont même eu le sentiment d'avoir été trompés. L'affaire Natixis en apporte un bon exemple. La filiale commune du groupe des Banques Populaires et de celui des Caisses d'Épargne avait été brillamment introduite en Bourse en décembre 2006. L'opération avait pris la forme d'une offre à prix ouvert accompagnée d'une offre de placement. L'OPO elle-même avait été précédée par une période de réservation d'une durée de trois semaines au cours de laquelle on pouvait réserver des titres en indiquant quel montant (au

minimum 200 € et des sommes grimpant ensuite par tranches de 100 €) on entendait investir, sachant qu'on avait la possibilité de révoquer son ordre une fois connu le prix qui serait retenu pour l'OPO. L'opération a rencontré un accueil favorable du public, près de 2,9 millions de particuliers ayant acheté des titres au prix final de 19,55 €. Hélas, le titre a été emporté par la tempête financière des années 2007-2008 ; en septembre 2008, Natixis devait procéder

à une augmentation de son capital, au prix de 2,25 €, et, en novembre, le titre tombait au-dessous de 1,30 €. En moins de deux ans, il avait perdu 93 % de sa

valeur ! Il n’en a récupéré ensuite qu’une petite partie.

On aurait pu considérer que c’était un accident boursier comme il s’en produit malheureusement assez souvent : des gens avaient spéculé, ils avaient perdu, c’était dommage pour eux, mais c’est la dure loi de la Bourse. En réalité, ce n’est pas du tout de cela qu’il s’agit. Des gens de bonne foi, qui n’avaient souvent qu’une idée assez vague de ce qu’est la Bourse et n’avaient aucunement l’intention de spéculer, ont été trompés. Les titres avaient été vendus aux sociétaires des Banques Populaires comme un placement sans risque qui allait rapporter gros ; le message était le même dans les Caisses d’Épargne et, pour les clients de cet établissement, plus habitués au livret A qu’aux actions, il paraissait inimaginable que l’Écureuil pût leur vendre des titres à haut risque. Quand ils ont découvert que Natixis était très affecté par la crise financière venue des États-Unis, ils n’en ont cru ni leurs yeux ni leurs oreilles. Ainsi donc, « leur » banque prenait des positions risquées sur des produits dangereux ! Ils découvraient un peu tard ce qu’est une banque d’investissement.

La morale de l’histoire est très claire : la Bourse comporte toujours des risques ; il ne faut pas acheter d’actions si l’on n’est pas prêt à en prendre.

D’une façon générale, il faut se méfier quand cette opération vous est proposée par votre banque, surtout quand celle-ci est partie prenante dans cette opération et qu’elle pousse ses employés à placer un maximum de titres. Et n’en voulez pas à votre guichetier : il ne sait qu’une chose, c’est qu’il touchera une commission sur les titres qu’il placera ; lui-même n’a probablement qu’une idée assez floue de la qualité du produit qu’il est chargé de vendre. Conclusion : il ne faut jamais céder aux sollicitations de sa banque au moment d’une introduction en Bourse sans avoir préalablement cherché à s’informer auprès d’autres sources.

La malédiction du vainqueur

Un autre point mérite d’être pris en considération : la difficulté d’obtenir des titres lors d’une introduction en Bourse si l’affaire paraît intéressante. Si l’on pense que les demandes vont être fortement réduites pour satisfaire tout le monde, on peut être tenté de passer un ordre très élevé pour être sûr d’obtenir le nombre de titres souhaité. Si beaucoup d’investisseurs

adoptent le même comportement, on peut alors avoir une demande dépassant de très loin le nombre de titres mis en vente. Pour éviter une telle situation, qui pénalise les investisseurs ayant effectué des demandes de titres correspondant assez fidèlement à leurs besoins et à leurs moyens, les

autorités boursières peuvent prendre, si les circonstances leur paraissent l'exiger, des mesures très contraignantes : elles peuvent demander que l'investisseur bloque sur son compte titres les liquidités correspondant approximativement à la valeur du total des titres demandés. Allant plus loin, elles peuvent même demander que cette somme soit versée, sachant que la partie non utilisée sera rendue à l'investisseur une fois l'opération terminée. Il est clair que des contraintes aussi fortes dissuadent fortement les petits malins qui seraient tentés autrement de formuler des demandes manifestement excessives.

'OUBLIEZ PAS ! De toute façon, il est déconseillé de trop forcer et de demander un nombre de titres trop nettement supérieur à celui que l'on veut réellement obtenir. Pour

N

une raison simple : on ne sait jamais à l'avance comment une introduction en Bourse va se dérouler. En l'espace de quelques jours, le climat peut profondément évoluer, qu'il s'agisse du climat boursier d'ensemble ou du jugement des investisseurs concernant la valeur qui est en train de s'introduire. Le risque est grand alors de se retrouver avec tous les titres qu'on a demandés et, de surcroît, avec peu d'espoir de les revendre rapidement dans de bonnes conditions. C'est ce que les spécialistes appellent la « malédiction du vainqueur » : on rafle toute la mise, parce que les autres

ont préféré s’abstenir, et on se retrouve bien embarrassé ! Mieux vaut éviter de se retrouver pris ainsi dans un piège qu’on s’est soi-même tendu.

Le grand frisson des OPA et OPE

Une fois cotée, la société va continuer à se développer. C’est en tout cas le schéma le plus courant, même s’il y a des déceptions. Les entreprises qui vont en Bourse sont en moyenne plus dynamiques que les autres (même si des dirigeants d’entreprises dynamiques peuvent avoir de très bonnes raisons de ne pas se lancer dans cette aventure). La croissance se fait par croissance interne (en étendant son activité) ou externe (en rachetant d’autres entreprises pour mettre la main sur leurs compétences ou leurs parts de marché). Si l’entreprise visée n’est pas cotée, l’opération se fera par négociation avec ses propriétaires ; si elle est cotée, elle se fera par le biais d’une *OPA* (offre publique d’achat) ou d’une *OPE* (offre publique d’échange).

Dans ce domaine, les situations peuvent d’ailleurs évoluer très vite : une société qui a lancé des OPA sur d’autres peut ensuite à son tour être la cible d’une OPA.

Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière *209*

Quelques notions préalables

Qu’est-ce qu’une OPA ? C’est une opération par laquelle une société vise à prendre le contrôle d’une autre en appelant ses actionnaires à lui vendre

leurs titres. Cette opération se fait publiquement, sous le contrôle des autorités boursières. Pendant une durée déterminée, l'initiateur de l'OPA (la société acheteuse) s'engage à acheter toutes les actions de la société cible (la société qui risque d'être achetée) à un prix donné (les vendeurs de titres seront alors payés en numéraire) ou en échange d'un nombre donné de ses propres actions (on parle alors d'une OPE). Dans la pratique, une offre publique peut combiner une OPA et une OPE : les actions achetées seront payées en partie en numéraire, en partie en titres.

BSN contre Saint-Gobain : la première OPA française

La première tentative d'OPA en France s'est plus-value. Et, faute d'avoir pu mettre la main soldée par un échec. Mais l'offre lancée en sur le leader du secteur, le groupe verrier a décembre 1968 par BSN, avec le concours de amorcé un changement de cap stratégique la banque Lazard, sur Saint-Gobain a fait l'effet déterminant : du contenant, la bouteil e, il est d'une bombe dans le monde industriel français passé au contenu. Dès 1970, il s'est lancé dans et a marqué le début d'une nouvel e ère dans les la bière, avec Kronenbourg, dans l'eau, avec pratiques financières, désormais très marquées Evian, et dans l'épicerie, avec Amora. En 1973, par l'influence anglo-saxonne.

c'est la fusion avec Gervais Danone et, en 1994,

L'audace d'Antoine Riboud, un des patrons qui BSN-Gervais Danone devient le groupe Danone.

ont marqué la deuxième partie du xxe siècle, Quant à Saint-Gobain, sorti vainqueur mais n'a pas été récompensée : les dirigeants de épuisé financièrement de la bataille, il sera Saint-Gobain ont fait monter le cours de leur amené à fusionner en 1970 avec la compagnie action au-dessus du prix proposé par l'OPA, de Pont-à-Mousson, numéro un mondial du qui, de ce fait, n'a pu aboutir. Mais, pour BSN, tuyau en fonte. Paradoxe : l'OPA a

échoué, mais ce ne fut pas en fin de compte une mauvaise el e a entraîné un plus grand bouleversement opération : au dernier jour de l'OPA, le groupe du paysage industriel hexagonal que si elle et ses alliés ont revendu les titres Saint-Gobain avait réussi…

précédemment achetés, avec une confortable

Pourquoi les actionnaires aiment-ils les OPA ?

Prendre le contrôle d'une entreprise, cela se paie. Pour avoir une chance de réussir son opération, l'initiateur de l'offre doit proposer un prix nettement supérieur à la moyenne des cours des actions de la société cible au cours des semaines qui précèdent l'offre. Pour les actionnaires de cette société, c'est

donc une occasion unique de réaliser une belle plus-value. C'est d'autant plus vrai qu'une OPA peut amener une contre-OPA. Si, par exemple, le numéro 2 d'un secteur lance une OPA sur le numéro 3, le numéro 1, qui risque de se retrouver avec un ensemble 2 + 3 aussi puissant que lui, voire plus, peut être désireux de faire échouer cette opération et de lancer une contre-OPA. Il peut donc proposer aux actionnaires du numéro 3 de lui apporter leurs actions plutôt que de les vendre au numéro 2 ; mais, évidemment, pour les attirer à lui, il faut qu'il leur offre une rémunération plus élevée. Une bataille boursière avec OPA et contre-OPA, c'est le rêve de tout actionnaire qui, en fin

de compte, apportera ses titres au plus offrant.

Encore faut-il souligner que les OPA réjouissent les actionnaires de la société cible, mais inquiètent souvent ceux de la société initiatrice de l'offre. Ils craignent en effet que l'OPA ne coûte cher, que l'intégration de la société cible dans le groupe initiateur ne soit plus compliquée que prévue, qu'elle ne pèse sur les résultats financiers et donc sur le cours en Bourse. D'ailleurs, en général, à la moindre rumeur d'OPA, le cours de la société cible éventuelle monte très vite tandis que celui de la société supposée être initiatrice de l'offre commence à reculer.

Pourquoi les dirigeants d'entreprise n'aiment-ils pas beaucoup les OPA ?

Une OPA, c'est toujours une aventure. Et on n'est jamais sûr qu'une aventure se terminera bien.

Pour les dirigeants de la société cible, des nuances sont à apporter. Car toutes les OPA ne se ressemblent pas. Schématiquement, il y a deux types d'OPA : les OPA amicales et les OPA hostiles.

Dans le premier cas, les dirigeants de la société acheteuse ont pris contact avec ceux de l'entreprise cible, leur ont expliqué leurs projets et ont réussi à les convaincre du bien-fondé de l'opération. Les dirigeants de l'entreprise cible peuvent accepter de perdre leur autonomie si le fait d'appartenir à un nouvel ensemble ouvre de nouvelles perspectives à leur société et si,

accessoirement, ils sont rassurés sur leur propre avenir. Alors, ils peuvent soutenir le projet d'OPA et conseiller à leurs actionnaires de répondre favorablement à l'offre en apportant leurs titres.

Mais la réalité n'est pas toujours aussi idyllique. L'initiateur de l'offre peut se comporter en véritable prédateur et ne pas vraiment chercher à obtenir l'accord des dirigeants de l'entreprise. Il se peut aussi qu'il ait cherché à obtenir cet accord, mais qu'il ne l'ait pas obtenu, soit parce que le prix proposé n'a pas été jugé assez élevé, soit parce que les dirigeants de l'entreprise cible n'ont pas été convaincus de la qualité du projet industriel qui leur a été présenté, soit parce qu'ils ont compris qu'ils n'auraient pas leur place dans le nouvel ensemble et qu'ils seraient éjectés sitôt l'OPA

terminée. Dans ce cas, on a affaire à une OPA dite « hostile », et les dirigeants de l'entreprise cible vont chercher à s'y opposer par tous les moyens en leur pouvoir (nous verrons plus loin lesquels), y compris en essayant de susciter une contre-OPA.

Pour l'acheteur, l'OPA n'est pas non plus une solution qui enchante beaucoup.

Car, pour l'emporter, il faut dépenser beaucoup d'argent : non seulement il

faut acheter la majeure partie, voire la totalité, des actions de l'entreprise cible, mais il faut aussi offrir pour chaque action un prix nettement plus élevé que celui auquel celle-ci se négociait précédemment. Cela coûte donc cher, et il faut être vraiment sûr de pouvoir rentabiliser son investissement. Le rêve secret de tous les prédateurs est de pouvoir s'emparer de leur proie sans avoir à lancer d'OPA. Malheureusement pour eux, et heureusement pour tous les actionnaires, il existe des règles qui les obligent à lancer une OPA dès lors qu'ils détiennent déjà une partie significative des actions de leur cible, de façon à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires.

En effet, si quelqu'un, soit en achetant des titres sur le marché, soit en négociant directement avec les plus gros actionnaires d'une entreprise, arrive à prendre le contrôle de celle-ci, avec une majorité des deux tiers qui lui permet de faire adopter en assemblée générale toutes les résolutions qu'il présente, l'actionnaire minoritaire n'a plus aucun pouvoir ; son droit de vote n'a plus beaucoup de signification. Or, on l'a vu, le droit de vote est un élément important, qui compte pour beaucoup dans la valeur d'une action. Si, concrètement, votre vote ne compte plus, si vous n'êtes plus en mesure de peser sur les décisions de l'entreprise, la valeur de votre action va se déprécier. C'est pour éviter cela, pour éviter que des actionnaires minoritaires se retrouvent marginalisés et, en quelque sorte, dépossédés,

que le régulateur des marchés impose des OPA dès lors que certaines conditions sont réunies.

À quoi reconnaît-on une société « opéable » ?

Une société « opéable », c'est-à-dire pouvant être la cible d'une OPA, est une société dont le capital est mal protégé, parce que trop dispersé. Aucun actionnaire ou aucun groupe d'actionnaires n'en possède le contrôle. Un prédateur (ou un groupe d'investisseurs agissant de concert) peut très bien en acquérir une part significative sur le marché ; il peut aussi négocier des blocs, c'est-à-dire des paquets de titres, en demandant à un intermédiaire de le mettre en contact avec des détenteurs de titres, en général des fonds d'investissement, qui seraient prêts à les lui céder (on parle de « bloc de contrôle » si le bloc obtenu permet d'obtenir le contrôle de l'entreprise). Dans ce cas, une OPA suivra sur les titres restant dans le public. Mais, sans avoir préalablement acheté des titres en Bourse ou négocié des blocs, le candidat prédateur peut très bien décider de passer directement à l'offensive par le biais d'une OPA.

Très régulièrement, les journaux financiers publient des listes de sociétés pouvant devenir d'éventuelles cibles. Il est intéressant de les consulter, mais le fait qu'une société soit jugée « opéable » ne constitue pas en soi un critère

d’achat. On achète d’abord les titres d’une société pour sa capacité à dégager des bénéfices. Le placement envisagé doit offrir de solides perspectives de rentabilité, indépendamment de toute opération exceptionnelle. Une OPA ne serait qu’un « plus ». On observera d’ailleurs que des sociétés classées comme « opéables » peuvent rester plusieurs années avec ce statut sans que rien ne se passe. Acheter des titres d’une entreprise dans le seul but de profiter d’une éventuelle OPA, c’est s’exposer à de cruelles déconvenues.
Un autre facteur entre en ligne de compte : le cours de l’action. Pour une société, une valorisation élevée en Bourse peut constituer la meilleure des protections, car elle refroidit les ardeurs d’éventuels prédateurs. C’est une des raisons pour lesquelles les présidents de société font autant attention à leur cours de Bourse : moins leur société est valorisée, plus elle devient vulnérable. Une valorisation élevée offre au contraire l’avantage d’être une arme de dissuasion efficace ; de plus, elle peut permettre à la société de devenir elle-même un prédateur : en effet, dans le cadre d’une OPE, un cours élevé lui permet d’envisager dans de bonnes conditions un échange de ses titres avec ceux d’une autre entreprise moins bien valorisée.

Quand une OPA doit-elle être lancée ?

Une OPA peut être volontaire, c’est-à-dire qu’une société peut à tout moment déposer un projet d’offre d’achat d’une autre entreprise, à charge ensuite

pour l’AMF de déclarer si ce projet satisfait aux obligations réglementaires. C’est d’ailleurs ce qui explique que la Bourse est régulièrement agitée par des rumeurs d’OPA, qui parfois ont effectivement lieu, mais qui peuvent aussi ne se produire que beaucoup plus tard ou ne jamais venir…

Mais il existe des cas où une OPA est imposée par la réglementation destinée à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. L’OPA devient ainsi obligatoire dans deux cas très précis :

✓ Lorsqu’une société monte en puissance dans le capital d’une entreprise cotée et franchit le seuil de détention de 30 % du capital ou des droits de vote. L’envahisseur peut toutefois être dispensé de lancer une OPA s’il démontre qu’il ne vise pas à prendre le contrôle de l’entreprise et s’il repasse rapidement sous le seuil de 30 % du capital.

✓ Lorsqu’une société qui détenait déjà entre 30 % et la moitié du capital d’une entreprise cotée augmente sa participation au capital de cette entreprise de plus de 2 % en moins d’un an, ce nouveau pas en avant semblant indiquer une volonté très nette d’étendre sa domination sur l’entreprise cible.

Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière

213

Faut-il se fier aux rumeurs ?

Toutes les sociétés « opéables » ne sont pas l'objet d'une offre, et toutes les rumeurs ne sont pas exactes. Il est d'autant plus difficile de s'y retrouver que l'origine des rumeurs est souvent très mystérieuse. On peut supposer par exemple que les dirigeants d'une société dont le cours est tombé assez bas pour attirer des convoitises sont très contents que circulent des rumeurs d'OPA sur leur titre : les rumeurs font remonter le cours et rendent ainsi la société moins vulnérable. De même, une société A qui craint que la société concurrente B ne mette la main sur la société C peut être satisfaite de voir courir des rumeurs d'une OPA sur C qui, en en faisant monter le cours, contrarient les intentions réelles ou supposées de B.

Comment se déroule une OPA ?

Qu'il s'agisse d'OPA hostile ou amicale, les acteurs doivent suivre un certain nombre de règles.

La garantie de cours ou OPA simplifiée

Si, en négociant hors marché l'achat de blocs d'actions, le prédateur a pu prendre le contrôle d'au moins la moitié du capital de la société cible, il doit alors lancer une procédure dite de « garantie de cours ». Il s'engage à acheter pendant au minimum dix séances de Bourse toutes les actions qui se présenteront sur le marché au même prix que celui auquel il a pu acquérir le bloc de contrôle lui permettant de devenir majoritaire.

De même, une procédure d'OPA dite « simplifiée » s'applique à celui (actionnaire historique) qui contrôle déjà au moins la moitié du capital ou des droits de vote de la cible et qui souhaite accroître sa participation ; il doit alors s'engager à acheter pendant au minimum dix séances de Bourse les titres qui seront présentés sur le marché à un cours calculé par référence aux 60 séances de Bourse précédant l'avis de dépôt de l'offre. Une procédure simplifiée d'achat ou d'échange peut également être employée pour le rachat en Bourse de titres de créance (obligations).

La procédure normale

Dans tous les autres cas s'applique la procédure dite « normale », très contraignante, qui obéit à des règles strictes.

Précisons que ces règles ont été sensiblement modifiées au cours des dernières années, en application de la directive européenne OPA d'avril 2004, de la loi relative aux OPA du 31 mars 2006 et du règlement général de l'AMF

publié au *Journal officie* l du 28 septembre 2006.

1. L'AMF est saisie et le public immédiatement informé. L'initiateur de l'offre doit déposer son projet à l'AMF. C'est, en pratique, un intermédiaire financier qui dépose à l'AMF une lettre accompagnée d'un projet de note d'information. Dans cette note d'information, l'initiateur

doit préciser la teneur de l’offre, indiquer le prix proposé (s’il s’agit d’une offre d’achat) ou la parité (s’il s’agit d’une offre d’échange), en fonction des critères d’évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres ; il doit aussi fournir un calendrier prévisionnel de l’offre et indiquer comment sera financée l’opération, quel sera son impact sur l’emploi, etc.

Si l’initiateur n’a procédé à aucun achat de titres de la société cible dans les douze mois qui précèdent l’offre, le prix est fonction des critères qui sont indiqués dans la note d’information. S’il a réalisé des acquisitions dans cette période de douze mois, le prix de l’offre doit être au moins égal au prix maximal payé pour ces achats.

Un certain nombre d’autres informations (caractéristiques juridiques, comptables et financières de l’initiateur et de la société visée), qui devaient auparavant figurer dans cette note, doivent maintenant être simplement mises à la disposition du public. Mais l’initiateur de l’offre doit indiquer dans la note quelles sont les modalités de cette mise à disposition.

Parmi les informations qui doivent impérativement figurer dans le projet de note, on peut trouver une condition d’obtention. En clair, cela signifie que l’initiateur de l’offre pose alors une condition à l’achat ou à

l’échange des titres qui seront apportés à l’offre : détenir à la fin de la procédure un certain pourcentage du capital ou des droits de vote de la cible. Par exemple, une société qui ne détient encore aucune action de sa cible et lance une OPA volontaire peut poser comme condition d’obtenir au moins un tiers du capital de la cible ; dans le cas contraire, elle renoncera à l’offre.

Ce projet de note d’information doit être diffusé immédiatement, dès le dépôt du projet d’offre à l’AMF, sans attendre que celle-ci ait donné son visa. Il est mis en ligne sur le site internet de l’AMF et tenu gratuitement à la disposition du public. Simplement, le communiqué de l’initiateur et son projet de note d’information doivent comporter cette mention obligatoire : « Cette offre et le projet de note d’information restent soumis à l’examen de l’AMF. »

En cas d’OPA amicale, le projet de note d’information peut être établi conjointement avec la société cible. En cas d’offre hostile, l’initiateur dépose seul son projet de note et la société visée doit déposer ultérieurement une note en réponse.

2. L’AMF examine l’offre. Auparavant, il existait deux procédures : l’une concernant la recevabilité de l’offre, l’autre le visa de la note

d’information. Désormais, l’appréciation de la conformité du projet d’offre donne lieu à une décision unique, la « décision de conformité du projet d’offre qui emporte visa de la note d’information ».

L’AMF dispose d’un délai de dix jours de négociation (dix jours de Bourse) pour examiner le projet d’offre et en apprécier sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires. Elle peut, en cas de besoin, suspendre ce délai pour obtenir des informations complémentaires nécessaires à son appréciation. En cas d’OPA hostile, la société visée doit déposer son projet de note en réponse au plus tard le cinquième jour de négociation suivant la publication de la déclaration de conformité de l’AMF. Celle-ci dispose alors d’un délai de cinq jours de négociation pour délivrer son visa.

Pour éviter des mouvements boursiers trop violents sur le titre de la société cible pendant toute cette phase préliminaire, l’AMF peut demander à Euronext, dès le dépôt du projet d’offre, la suspension des cotations de ce titre, quitte à en autoriser la reprise quelques jours après si elle juge que les risques de perturbation du marché sont limités.

Pendant toute la période qui va du dépôt du projet d’offre à la clôture de l’offre, l’initiateur de l’OPA peut intervenir directement sur le marché

pour acheter des titres de la société cible. Toutefois, pour des raisons facilement compréhensibles, cela lui est interdit s'il a assorti son offre d'une condition d'obtention. Par ailleurs, il ne peut le faire qu'à un prix inférieur ou au mieux égal à celui de son prix d'offre. S'il effectue des opérations de marché à un cours supérieur, le prix de l'offre est automatiquement revu à la hausse, avec un minimum égal à 102 % du prix initial.

3. L'AMF autorise l'ouverture de l'offre. Après avoir vérifié que l'offre envisagée est conforme aux lois et aux règlements en vigueur, l'AMF délivre son appréciation de conformité et l'offre peut commencer dès le lendemain ; la date de clôture est fixée également par l'AMF. L'offre dure en général vingt-cinq jours, trente-cinq en cas d'OPA hostile, et peut être éventuellement prolongée de cinq jours si une information nouvelle doit être publiée, en cas d'inexactitude ou d'omission dans l'information publiée précédemment. Mais, même en dehors de ce cas précis, l'AMF peut toujours reporter la date de clôture d'une offre.

À la demande de l'initiateur, une OPA qui a réussi peut être rouverte dans les dix jours qui suivent la publication du résultat définitif, et cela pour une durée de dix jours, de façon à permettre à tous les actionnaires qui, à la lecture du résultat, souhaiteraient aussi apporter leurs titres, de

le faire.

Le rêve des actionnaires : les OPA avec

offres concurrentes et surenchères

Une OPA est toujours un événement en Bourse, mais avec des différences. Quand elle ne vise qu'à renforcer une présence déjà significative dans la société cible, l'enjeu est relativement limité. Mais quand un groupe veut prendre le contrôle d'une entreprise concurrente (Il est alors question d'une concentration horizontale : le groupe initiateur de l'offre grossit, mais reste au même niveau dans le processus de production) ou augmenter son poids dans un secteur par l'achat d'un client ou d'un fournisseur (il s'agit alors d'une concentration verticale : le groupe initiateur de l'offre veut prendre position à différents niveaux de la chaîne de production), c'est une autre affaire : celui qui prend l'initiative de l'OPA peut, s'il réussit, occuper une position telle dans son secteur d'activité qu'il va compliquer beaucoup la vie de ses concurrents, voire empêcher une vraie concurrence.

Ces conséquences possibles d'une OPA justifient que le projet d'offre puisse faire l'objet d'une notification aux autorités compétentes en matière de contrôle des concentrations, au niveau national ou européen (tous les investisseurs ont encore en tête la fameuse affaire Schneider, qui a vu le

groupe être obligé par les instances européennes de revendre la société Legrand, qu'il avait acquise au terme d'une OPA). Elles expliquent aussi que le dépôt d'un projet d'OPA puisse susciter des réactions de la part d'entreprises concurrentes.

Pour les actionnaires de l'entreprise cible, on entre alors dans un scénario extrêmement favorable : un projet d'OPA qui suscite des offres concurrentes et des surenchères, avec, à la clé, la possibilité de céder ses titres à un prix nettement supérieur aux cours de Bourse précédemment enregistrés.

Les règles du jeu

Lorsqu'une offre est ouverte, un projet concurrent peut être déposé à tout moment, à condition qu'il parvienne à l'AMF au plus tard cinq jours de négociation avant la date de clôture. Il doit être libellé à un prix supérieur d'au moins 2 % au prix de l'offre précédente, dans le cas d'une offre en numéraire (OPA) ou, si ce n'est pas le cas, prévoir la suppression du seuil en deçà duquel l'offre initiale n'aurait pas de suite positive. Dans le cas plus compliqué où il est prévu un échange de titres (OPE), le nouveau projet sera jugé conforme par l'AMF s'il comporte une « amélioration significative »

des conditions proposées aux porteurs des titres visés. L'initiateur de la première offre peut surenchérir et son nouveau projet devra remplir les mêmes conditions de délai et d'amélioration de l'offre que le ou les projets

concurrents.

Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière

217

Point important pour les actionnaires : l’ouverture d’une offre concurrente rend nuls et non avenus les ordres de présentation des titres en réponse à l’offre antérieure. L’initiateur d’une offre dispose d’ailleurs d’un délai de cinq jours suivant la publication du calendrier d’une offre ou d’une surenchère

concurrente pour renoncer à sa propre offre. Enfin, quand une offre publique concurrente est ouverte, l’AMF en définit le calendrier et aligne les dates de clôture des offres en présence sur la date la plus lointaine.

Ce petit jeu des offres concurrentes et des surenchères risquant de s’éterniser, l’AMF peut intervenir pour imposer un règlement rapide de l’affaire. Lorsque plus de dix semaines se sont écoulées depuis la publication de l’ouverture d’une offre, elle peut fixer un délai limite pour le dépôt de chacune des surenchères successives. Elle peut aussi décider de recourir à un dispositif de dernière enchère : elle fixe elle-même la date à laquelle chacun des initiateurs devra lui faire connaître le maintien de son offre aux mêmes conditions ou le dépôt d’une ultime surenchère. Après s’être prononcée sur la conformité de cette éventuelle ultime offre, elle fixe une date de clôture définitive. À ce moment, les jeux sont faits, il n’est plus

possible de surenchérir, à moins qu'un nouveau candidat n'entre en lice.

Précisons que, jusqu'à présent, l'AMF n'a pas eu à utiliser ces dispositions.

Que doit faire l'actionnaire de la société cible ?

'OUBLIEZ PAS ! Averti par la presse et son intermédiaire financier, l'actionnaire individuel doit adopter une règle de conduite simple : attendre et voir venir, en faisant

N

attention de ne pas laisser passer la date de clôture de l'offre. Apporter son titre à l'offre ou, en cas de bataille et de surenchères, à la dernière offre est souvent pour lui la meilleure des solutions. Mais, dans certains cas, il peut juger utile de ne pas apporter ses titres, soit parce qu'il mise sur un échec de l'opération et une nouvelle politique de l'entreprise cible plus favorable à l'actionnaire, soit parce qu'il espère que l'OPA réussira et qu'elle sera suivie plus tard par une offre publique de retrait (voir ci-dessous) encore plus avantageuse pour lui. Nous le verrons : ce dernier calcul peut se révéler exact, mais il n'existe pas de règle en la matière. Refuser un gain parce qu'on en espère un plus grand encore ultérieurement comporte inévitablement une part de risque. Le meilleur conseil que l'on puisse donner en ces circonstances est donc de lire attentivement la presse financière et de suivre de très près tous les développements de l'affaire.

En cas d'OPE, si l'on n'a pas envie d'échanger ses titres de la société cible

contre ceux de la société initiatrice, ou même en cas d'OPA, il reste la possibilité de profiter de cette période d'effervescence pour vendre ses titres sur le marché. En effet, une OPA ou une OPE a toujours pour effet de faire monter le cours du titre de l'entreprise cible vers le niveau auquel l'OPA ou l'OPE la valorise. Cela peut être le meilleur moyen de réaliser un gain sans prendre position pour l'un ou l'autre des adversaires…

218 **Troisième partie : Comment gérer son portefeuille**

Que peut faire l'entreprise cible ?

Les actionnaires, on l'a vu, ont tout intérêt à ce que la réglementation favorise les OPA ou les OPE. Mais les dirigeants de société (surtout préoccupés par leur propre avenir) et les gouvernements (inquiets à l'idée que des groupes étrangers puissent ainsi prendre le contrôle d'entreprises nationales) tombent assez facilement d'accord pour encadrer très étroitement les possibilités d'action d'éventuels prédateurs. De fait, la question ne trouve pas de réponses simples : d'un côté, il est important de ne pas figer les situations acquises, de laisser se faire le jeu des rapprochements d'entreprises et des restructurations, à l'échelle nationale comme à l'échelle internationale ; d'un autre côté, on ne peut imaginer qu'un pays laisse partir à l'étranger le centre de décision d'industries jouant un rôle clé dans son économie.

En tout cas, il est important qu'un pays ne puisse pas laisser ses entreprises

partir à l'assaut de celles d'autres pays tout en fermant ses propres frontières aux prédateurs extérieurs. La Commission européenne, soucieuse d'ouvrir aux sociétés d'un État membre la possibilité de prendre le contrôle de sociétés d'autres États membres et de contrer les réflexes nationalistes, a réussi à imposer une nouvelle directive OPA en avril 2004 qui définit des règles du jeu communes. On note cependant que chaque pays présente ses particularités et que la transposition de la directive en droit national conduit à un rapprochement certain, mais pas à une harmonisation. Il ne faut pas oublier non plus qu'il y a souvent un écart entre les textes et la pratique…

Comment se prémunir contre les OPA ?

Dans un pays de droit, soucieux de respecter ses engagements internationaux, le nombre des mesures permettant de repousser les OPA non désirables est forcément limité. Ces mesures peuvent être rangées en deux grandes catégories : celles qui ont un rôle préventif et celles qui peuvent être adoptées en réaction à un projet d'OPA. Il s'agit de :

✓ **Protéger certains secteurs.** La fabrication de yaourts est-elle un secteur stratégique qui devrait rester sous le contrôle d'entreprises nationales ?

Ainsi posée, la question ne paraît pas très sérieuse. Il n'empêche que, après des rumeurs d'un possible achat de Danone par PepsiCo, le gouvernement français a pris un décret publié au *Journal officiel* le 31 décembre 2005 prévoyant que les investisseurs étrangers voulant

prendre le contrôle ou une minorité de blocage de 33,33 % dans des sociétés de 11 secteurs d'activité considérés comme sensibles, dont la défense ou les casinos, doivent solliciter au préalable une autorisation auprès des autorités françaises. Certes, l'agroalimentaire ne figure pas dans cette liste de 11 secteurs, mais ce décret reste connu sous l'appellation « décret Danone » et a été l'objet de vives discussions avec les autorités européennes, notamment avec le commissaire en charge du marché intérieur, qui le jugeait peu compatible avec la liberté de

circulation des capitaux dans l'Union européenne. Le résultat pratique est en effet qu'il met ces 11 secteurs à l'abri d'OPA hostiles.

✓ **Prévoir une clause d'agrément dans ses statuts.** Selon la clause d'agrément, nul ne peut acheter des actions sans l'accord préalable des autres actionnaires, représentés par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance dans le cas d'une société anonyme. Ce genre de clause paraît tout à fait acceptable dans une société familiale non cotée, mais complètement incompatible avec le fonctionnement normal d'un marché boursier. La COB puis l'AMF ont toujours fermement pris position contre ce type de clause, interdit sur les marchés réglementés.

Même sur Alternext, qui est un marché régulé mais non réglementé, une société n'est pas acceptée si ses statuts comportent une clause d'agrément. En pratique, cette mesure anti-OPA radicale ne concerne donc que quelques sociétés du marché libre, qu'il vaut mieux éviter : même un actionnaire modeste qui ne menace pas de se transformer en prédateur peut voir son entrée dans le capital refusée par le conseil de la société. Ce qui est toujours déplaisant : vous croyez détenir des actions d'une entreprise, vous regardez avec satisfaction son cours monter et vous apprenez quelques semaines voire quelques mois plus tard qu'en fait votre achat de titres a été refusé. Le risque d'une telle mésaventure est heureusement très limité.

✓ **Adopter un statut de société en commandite.** Dans cette forme de société, il y a une séparation forte entre le capital et le pouvoir. Le pouvoir est aux mains des commandités, en général des représentants de la famille fondatrice, qui sont responsables sur leurs biens propres des engagements de la société, par opposition aux commanditaires, qui sont de simples actionnaires. Monter en puissance dans le capital d'une telle société ne sert donc à rien : le pouvoir de décision reste entre les mains des commandités. De tels exemples sont cependant rares parmi les grandes sociétés cotées : seules les entreprises Michelin et

Lagardère ont ce statut. Et on ne transforme pas facilement une société anonyme classique en société en commandite par actions.

✓ **S'assurer la fidélité des actionnaires.** Nous l'avons vu, les statuts de nombreuses sociétés du CAC 40 permettent d'accorder un droit de vote double aux actionnaires détenant leurs titres depuis plus de deux ans. Cette possibilité, peu appréciée par les autorités européennes, rend plus difficile la prise de pouvoir par un éventuel prédateur dans la mesure où elle crée un écart entre la participation au capital et la détention de droits de vote.

220 **Troisième partie : Comment gérer son portefeuille**

Les multiples faces des certificats de valeur garantie

(CVG)

Les OPA ou les OPE s'accompagnent parfois de moyen, dans la limite d'un paiement maximal l'émission de titres d'un genre particulier, les de 20 €. Par chance pour la BNP, le cours de *certificats de valeur garantie* (CVG). Ces titres, son action s'est établi au-dessus de 100 en importés des États-Unis (on parle là-bas de CVR, juin 2002 ; el e n'a donc rien eu à débourser au ou Contingent Value Right) en 1994, permettent titre des CVG. Mais son action est tombée en à la société initiatrice de l'offre d'orienter la dessous de 80 dans les mois qui ont suivi…

décision des détenteurs d'actions de la société

cible dans le sens souhaité.

Dans les autres cas au contraire, l'initiateur

de l’offre est évidemment désireux de prendre

Dans la plupart des cas, il s’agit d’inciter les le contrôle de la cible, mais, pour limiter sa actionnaires de la cible à apporter leurs titres à dépense, il ne souhaite pas reprendre la totalité l’offre dans le cas d’une OPE. Les actionnaires du capital. Alors, pour inciter des actionnaires peuvent en effet hésiter à accepter de procéder de la cible à garder leurs titres, il leur remet à l’échange de titres s’ils n’ont pas confiance un CVG qui garantit, cette fois, la valeur de la dans l’évolution future de l’action de la société cible. Le message est clair : vous ne perdrez initiatrice. Cel e-ci, pour les rassurer, leur remet rien en gardant vos titres ; si leur cours baisse alors un CVG garantissant sa propre valeur : si, d’ici à deux ou trois ans, vous percevrez une à une date donnée (généralement dans un délai compensation pécuniaire.

de deux ou trois ans), le cours de son action

a baissé, les actionnaires qui auront accepté Il existe enfin une troisième variante. Dans ce l’échange recevront une somme représentant cas, on parle de *BCVG*, bon de cession de valeur la différence entre la valeur garantie et le cours garantie. Il s’agit pour l’initiateur de l’offre d’éta-réel ement constaté à la date de référence. ler sa dépense dans le temps. Si l’actionnaire Le montant de cette garantie est souvent de la société cible garde ses titres, le BCVG lui plafonné : ainsi, s’il est limité à 20 € pour une assure le droit de les vendre à un prix donné valeur garantie de 100, l’actionnaire ne touchera pendant une période donnée.

que 20 € même si l’action est tombée à 75 € à Un exemple : dans le cadre de son offre sur la date prévue.

les titres AGF en mars 1998, le groupe Al ianz

Un exemple : dans la bataille pour Paribas avait émis des BCVG qui garantissaient un prix qui l’opposait à la Société Générale, la BNP, de 360 F par action AGF. Sur les 30 séances de dans son ultime surenchère, proposait aux Bourse entre le 17 avril et le 31 mai 2000, le actionnaires de Paribas, contre 20 actions cours des AGF s’est établi en moyenne à 54,24 €, Paribas, 29 actions BNP plus 13 certificats de soit 355,79 F. La garantie a joué : les porteurs valeur garantie. Si le cours de l’action BNP de BCVG ont pu en

demander l’exercice entre était inférieur à 100 € en moyenne au cours des le 1er et le 15 juin 2000.

20 séances de Bourse précédant le 1er juillet Les CVG et les BCVG peuvent être librement 2002, les actionnaires de Paribas qui avaient achetés et vendus en Bourse. On les trouve apporté leurs titres à l’OPE recevraient pour dans la cote avec les bons de souscription.

chaque CVG la différence entre 100 € et ce cours

Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière

221

Une autre solution consiste à encourager les salariés à souscrire au capital de la société qui les emploie. On suppose qu’ils seront plus soucieux que les autres actionnaires de défendre la direction en place face à un assaillant forcément soupçonné de vouloir procéder ensuite à des restructurations et à des suppressions d’emplois. Aujourd’hui, les salariés représentent plus de 5 % de l’actionnariat dans une société du CAC 40 sur quatre. Ces chiffres peuvent paraître modestes, mais ils peuvent suffire à faire la différence en cas de besoin.

✓ **Surveiller les mouvements sur le capital.** Le droit français prévoyait l’obligation de déclarer à la société concernée, à l’AMF et au public le franchissement de seuils jugés importants dans le capital. La loi Breton de 2005 a ajouté de nouveaux seuils. Au total, des déclarations sont maintenant à effectuer dans un délai de cinq jours de Bourse en

cas de franchissement de dix seuils : 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3, 90 % et 95 %, en proportion du capital ou des droits de vote. Cette obligation incombe aux actionnaires ayant franchi ces seuils individuellement ou de concert avec d'autres. Ainsi, les dirigeants de la société concernée et la communauté financière sont rapidement informés des évolutions en cours. Une ordonnance du 30 janvier 2009 étend cette obligation de déclaration aux instruments financiers (sont particulièrement visées les options) qui peuvent déboucher sur la livraison d'actions. Il faut donc tenir compte de ces instruments financiers dans le calcul des seuils qui peuvent rendre une OPA obligatoire.

Le franchissement à la hausse de certains seuils entraîne de surcroît l'obligation de déclarer ses intentions pour les mois à venir. Cette déclaration, rappelle l'AMF, précise « si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société, de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance ». Les seuils concernés étaient de 10 % et de 20 % du capital ou des droits de vote. L'ordonnance de janvier 2009 en prévoit deux autres, 15 % et 25 %, et ramène le délai

de déclaration de dix jours à cinq. En revanche, l'acquéreur ne doit plus déclarer ses intentions pour les douze mois à venir, mais seulement pour six. Ces nouvelles dispositions s'appliquent depuis le 1er août 2009. Les entreprises qui veulent surveiller ces mouvements d'une façon particulièrement attentive ont désormais la possibilité de faire figurer dans leurs statuts une obligation supplémentaire d'information. Elles peuvent obliger les investisseurs à déclarer toute variation représentant au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote.

Ajoutons, pour l'information des actionnaires, que les sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé sont obligées de publier chaque mois le nombre total de droits de vote et le nombre d'actions

composant le capital de la société s'ils ont varié par rapport à ceux publiés antérieurement.

✓ **Faire taire (... ou confirmer) les rumeurs.** Où l'on retrouve l'affaire Danone… Le nouveau cadre réglementant les OPA institué par la loi du 31 mars 2006 prévoit un dispositif de gestion des rumeurs. Le principe est toujours le même : en cas de préparation d'une opération financière, les caractéristiques de l'opération doivent être portées à la connaissance du public dès que possible, sachant qu'il est admis que

la publication de l’information peut être différée si la confidentialité, momentanément nécessaire, est préservée.

Mais, dès l’instant où un certain nombre de personnes sont au courant du projet, on sait que le maintien de la confidentialité devient très difficile. De surcroît, on l’a vu, des rumeurs peuvent circuler de façon prématurée voire carrément erronée. C’est pourquoi l’AMF a jugé indispensable de se donner les moyens d’intervenir. Désormais, elle peut demander à toute société dont il y a des « motifs raisonnables » de penser qu’elle prépare une offre (discussions entre les dirigeants des sociétés concernées, désignation de conseils, etc.) de déclarer ses intentions et, le cas échéant, de déposer un projet d’offre. Cette intervention doit évidemment être justifiée ; elle ne peut avoir lieu que si le marché des titres concernés fait l’objet de variations significatives et inhabituelles des prix ou des volumes.

Dans ce cas, la société interrogée doit diffuser un communiqué dont le texte est soumis au préalable à l’AMF. De deux choses l’une. Ou la société déclare vouloir déposer une offre ; l’AMF détermine alors un calendrier d’information du public ou de dépôt de l’offre. Ou la société prétend ne pas vouloir déposer d’offre ; il lui est alors interdit de déposer un projet pendant six mois.

Ce dispositif nouveau a été utilisé deux fois en 2006 (rumeurs d'OPA des sociétés ENI et Saipem sur Technip et de Center-Tainment AG sur Euro Disney) et une fois au début de 2007 (rumeurs d'OPA d'Artémis sur Suez). Aucune de ces trois premières opérations de gestion des rumeurs n'a débouché sur une OPA. En 2010, Safran a été obligé de clarifier sa position après des rumeurs d'OPA hostile sur Zodiac ; le groupe a affirmé n'envisager qu'un rapprochement amical. De même, LVMH a été amené à préciser ses intentions après être monté à hauteur de 17 % dans le capital d'Hermès.

Ce que peut faire la société cible en cas d'OPA déclarée

Une fois l'OPA hostile lancée, l'entreprise cible peut encore tenter de décourager son assaillant, au moyen de tactiques où tous les coups ne sont pas permis.

✓ **L'action en justice.** La société cible peut exercer un recours en cour d'appel de Paris sur la déclaration de conformité de l'AMF. Cette procédure, qui a pour effet de suspendre le calendrier de l'offre, permet de gagner du temps et de trouver une solution : soit un accord avec l'assaillant, soit une contre-offre émanant d'une autre société. Ce cas se

rencontre assez fréquemment et débouche la plupart du temps sur un accord avec l'assaillant (ce fut le cas dans les affaires BNP Paribas, Total Elf ou Sanofi-Aventis).

✓ **Sortir de son sac à malice des « pilules empoisonnées ».** Là, il ne s'agit plus simplement de gagner du temps, mais d'empêcher l'offre. Comment ? En obligeant l'assaillant à débourser beaucoup plus qu'il ne l'escomptait. Par exemple, comme le prévoit la loi du 31 mars 2006, en créant des « bons Breton », c'est-à-dire en attribuant gratuitement à tous ses actionnaires des bons permettant de souscrire à des actions nouvelles à des conditions préférentielles. Les mesures de défense ainsi envisagées par certaines sociétés pourraient leur permettre de doubler quasiment le capital !

Certes, ce droit est en principe strictement encadré. Les dirigeants de l'entreprise doivent avoir préalablement obtenu l'accord de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Dans ce cas, toutefois, le vote s'effectue, de façon exceptionnelle, à la majorité simple. Si l'autorisation a été donnée de façon préventive, les dirigeants de la société doivent revenir devant les actionnaires pour avoir l'autorisation de mettre en œuvre le dispositif. Mais il faut noter qu'ils en sont dispensés si la société initiatrice de l'offre n'est pas « vertueuse », c'est-à-dire si ses

statuts ne prévoient pas eux aussi une consultation des actionnaires avant toute utilisation de « pilules empoisonnées » (en vertu du principe de réciprocité : l'assaillant ne doit pas bénéficier de dispositifs anti-OPA plus avantageux que sa cible). En fait, dans la plupart des cas, on constate que l'assaillant, sa maison mère ou ses principaux actionnaires sont rarement « vertueux », ce qui permet aux entreprises cibles de lancer en toute quiétude leur lot de bons Breton.

Les entreprises ont tout de suite vu le bénéfice qu'elles pouvaient tirer de l'autorisation d'émettre de tels bons. Elles ont été nombreuses à demander l'autorisation d'en émettre en cas de besoin. Mais, moins encore que la Commission européenne ou que l'AMF, les actionnaires n'y sont pas favorables : la mise en place de tels dispositifs a pour première conséquence de faire baisser l'attrait spéculatif des actions des sociétés concernées. Ainsi, les dirigeants de grandes entreprises cotées comme Vallourec ou Capgemeni ont été amenés en 2008, face à la fronde des actionnaires, à renoncer à faire voter l'autorisation d'instituer de tels bons. Et en décembre 2011, les actionnaires de Foncière Paris France ont refusé la création de bons en pleine OPA hostile. Les intérêts des dirigeants et des actionnaires ne coïncident pas toujours !

Une précision : ces pilules empoisonnées ont souvent un effet dissuasif efficace. Aux États-Unis, où elles ont d'abord été mises au point avant d'être copiées à l'étranger, elles ne sont pratiquement jamais utilisées : la menace suffit à amener le prédateur à la raison, c'est-à-dire à l'inciter à proposer un prix qui rende les dirigeants de la société cible subitement plus compréhensifs.

Un feuilleton à rebondissements :

la fusion d'Arcelor avec Mittal

En novembre 2005, le groupe sidérurgiste dividende, qu'il relève encore le 4 avril. Et il luxembourgeois Arcelor lance une OPA hostile promet de redonner de l'argent aux actionnaires sur le canadien Dofasco. Son objectif : contrer en lançant une offre publique de rachat de ses son grand rival hol andais d'origine indienne, actions pour 5 mil iards d'euros. En mai, alors Mittal, sur le continent nord-américain. La que Mittal relève son offre à 25,3 milliards réponse ne se fait pas attendre : le 27 janvier d'euros, il annonce qu'il rachète le groupe 2006, Mittal Steel annonce qu'il va lancer une russe Severstal qui, en échange, prendra 32 %

OPA sur Arcelor pour 18,6 mil iards d'euros, d'Arcelor. Entre-temps, il a prévu de mettre avec le soutien de l'al emand ThyssenKrupp, Dofasco sous la protection d'une fondation qui reprendra Dofasco si l'OPA réussit. C'est aux Pays-Bas pour empêcher sa rétrocession le début d'une longue batail e, qui ne trouvera à ThyssenKrupp (qui, de fait, se fâchera plus réel ement son épilogue que le 12 novembre tard avec son ex-al ié). Malgré tout, en juin, les 2007, lorsque la fusion des deux groupes sera dirigeants d'Arcelor finissent par accepter une effective.

offre encore améliorée de Mittal et se résignent

Dans ce combat acharné, les dirigeants d'Arce- au rapprochement des deux groupes. Le 26 juin, lor, dont le capital est très éclaté (le plus gros Mittal

détient 92 % des actions d’Arcelor.

actionnaire, l’État luxembourgeois, n’en détient Faisant jouer ses relations dans les milieux que 5,6 %), utiliseront, ou tenteront d’utiliser, d’affaires, Mittal réussit ensuite un coup de toutes les armes anti-OPA existantes, y compris maître en faisant entrer l’industriel français l’action politique, qui ne sera guère efficace en François Pinault au conseil d’administration dépit des propos fermes tenus dans un premier d’ArcelorMittal. Dès lors, la partie est gagnée temps par les responsables de plusieurs pays : et la suite n’est plus qu’une succession de pro-si son principal actionnaire est indien, le groupe cédures judiciaires qui ne feront que retarder Mittal est juridiquement européen…

la fusion effective. Cette batail e d’anthologie,

très brièvement résumée ici, est destinée à

Arcelor, pour retenir ses actionnaires, annonce figurer en bonne place dans tous les manuels le 16 février 2006 un quasi-doublement du de droit boursier.

✓ **La recherche du chevalier blanc.** Du point de vue de la société cible,

une offre est hostile s’il n’a pu y avoir accord sur le prix proposé (on en

revient toujours là !) ou si les projets concernant l’avenir de l’entreprise

et de ses dirigeants en place ne sont pas jugés satisfaisants. La solution

classique pour contrer une telle offre est de chercher un partenaire

disposé à payer un prix supérieur ou ayant des projets beaucoup plus

intéressants pour l’entreprise et ses dirigeants. Ce partenaire et sauveur,

c’est le « chevalier blanc » (les financiers aussi peuvent avoir le sens du

romanesque !).

Son entrée en lice peut conduire à une nouvelle offre plus avantageuse pour les actionnaires, qui la préféreront à l'offre initiale et apporteront leurs titres. Mais elle peut aussi inciter l'initiateur de la première offre à surenchérir, et ainsi de suite, jusqu'à ce que l'un des protagonistes finisse par considérer qu'on arrive à des niveaux de prix déraisonnables et préfère abandonner la partie.

'OUBLIEZ PAS !

Cela nous amène à souligner de nouveau un point important : il n'y a pas un juste prix pour une entreprise. Dans le cadre d'une bataille

N

boursière, il n'est pas aberrant qu'un des adversaires soit prêt à payer un prix nettement plus élevé que le ou les autres : ce sera le cas, par exemple, si l'entreprise cible a une palette d'activités ou une implantation commerciale qui complètent mieux les siennes que celles des autres acheteurs potentiels. Si un candidat est mieux placé que les autres pour rentabiliser un investissement dans l'entreprise cible, il n'est pas illogique qu'il soit prêt à payer un prix plus élevé pour l'emporter. Ce faisant, il fera un grand plaisir aux actionnaires de la cible, mais il inquiétera ses propres actionnaires. Il arrive en

effet que les investisseurs applaudissent une politique de croissance externe (par rachat d'autres entreprises) audacieuse, s'ils jugent que cette politique de conquête est parfaitement adaptée aux besoins de développement de la société et que l'offensive est, dans ce cas précis, la meilleure défense contre les concurrents. Mais une telle politique peut aussi être jugée dangereuse si, pour financer ses acquisitions, la société est obligée d'augmenter significativement son taux d'endettement ou si la justification économique de ces acquisitions ne paraît pas aussi évidente que le président de la société ne paraît le croire. Beaucoup d'actionnaires gardent ainsi en mémoire la fameuse bataille pour Gucci remportée *in fine* par François Pinault (groupe PPR), dans le rôle du chevalier blanc, contre son adversaire de toujours, Bernard Arnault (groupe LVMH), mais à un coût jugé excessif par beaucoup d'analystes. LVMH lance l'offensive dans les premiers jours de 1999 en prenant 5 %, puis 26,7 %, puis 34,4 % du capital de Gucci. La riposte ne tarde pas ; elle prend la forme d'une augmentation de capital réservée aux salariés, qui fait retomber la part de LVMH à 25 % des droits de vote. Puis, en mars, les dirigeants de Gucci s'allient au groupe PPR, lequel souscrit à une augmentation de capital qui lui donne le contrôle de 40 % de la maison de luxe italienne (mais de droit néerlandais). LVMH riposte en lançant

une procédure judiciaire pour faire annuler l'opération et annonce une

OPA sur Gucci. Finalement, c'est la justice néerlandaise qui tranche, en faveur de Gucci et PPR. Les deux adversaires sont obligés de parvenir à un accord en septembre 2001 : PPR rachète, au prix fort, les actions Gucci détenues par LVMH et annonce à son tour une OPA sur la totalité du capital de Gucci. Mais, au lendemain de cet accord, a lieu l'attaque suicide contre les tours jumelles du World Trade Center. Déjà affaiblies par l'éclatement de la bulle spéculative sur les valeurs technologiques, les Bourses mondiales vacillent. L'action PPR, qui valait encore 150 € en décembre 2001, est tombée à 50 € au plus bas des marchés en mars 2003. Cela n'empêchera pas le groupe de lancer enfin, en avril 2004, une OPA sur les 33,17 % du capital de Gucci qu'il ne détenait pas encore, au prix de 85,52 $ par action. En septembre 2001, LVMH avait obtenu de PPR un prix de 94 $. Dans cette affaire, le perdant a bien tiré son épingle du jeu alors que le gagnant a dû payer le prix fort pour obtenir satisfaction ; au passage, il a dû se séparer de certains actifs très rentables pour financer son acquisition. Le rôle de chevalier blanc peut coûter cher. Mais en l'occurrence, compte tenu des résultats de Gucci et du recentrage du groupe sur le luxe, il semble bien, *a posteriori*, que PPR a eu raison de

pousser jusqu'au bout ce combat des chefs.

✓ **Les bombes à retardement.** Les manœuvres classiques que nous venons de voir visent, d'une façon générale, à dissuader le prédateur non sollicité de poursuivre son action en rendant celle-ci plus coûteuse. Mais d'autres tactiques peuvent être employées, qui conduisent en fait à rendre la société visée moins attrayante. Là, on quitte le domaine de la pilule empoisonnée pour entrer dans celui de la bombe à retardement. Dans ce cas, les dirigeants de la société cible signent une promesse de vente d'un actif considéré comme stratégique (par exemple, une filiale développant des techniques de pointe ou implantée sur un marché rentable ou prometteur) ou prévoient par une clause particulière que certains contrats seront caducs dans l'hypothèse d'un changement de contrôle.

L'AMF a prévu ce cas de façon très claire. Selon l'article 232-11 de son règlement, l'initiateur peut renoncer à son offre si celle-ci devient sans objet ou si « la société visée, en raison des mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'offre ou en cas de suite positive de l'offre ».

En résumé, même si le pouvoir législatif et les autorités de contrôle s'efforcent de ne pas figer le système productif dans ses structures de capital

et prévoient des possibilités d'évolution parfois un peu brutales comme les OPA hostiles, les règles du jeu sont assez équilibrées et ne laissent pas la société cible complètement démunie face à un éventuel prédateur. Les autorités européennes semblent d'ailleurs penser que l'application de leur directive est loin d'être satisfaisante et continuent à réfléchir aux moyens d'améliorer leur texte de façon à pousser les États à adopter des législations moins protectrices des situations acquises.

Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière

Pour les actionnaires, les possibilités de profiter de l'aubaine des OPA sont en fin de compte plus limitées que beaucoup ne le croient. Les grandes batailles boursières ne sont pas aussi fréquentes qu'ils ne l'espéreraient. C'est une raison de plus de ne pas acheter aveuglément des titres de sociétés figurant sur les listes de valeurs « opéables » qui circulent.

Ajoutons que les OPA, lorsqu'elles réussissent, peuvent conduire au retrait de la cote de la société cible. Après avoir vu les introductions en Bourse et les OPA, cela nous conduit fort logiquement à nous intéresser aux procédures de retrait de la cote.

Un cas particulier : l'offre publique de rachat d'actions

Nous avons vu à la fin du chapitre précédent propose alors aux actionnaires de leur racheter qu'une société cotée peut racheter ses propres tout ou partie de leurs actions à un prix donné actions pour diverses raisons : améliorer la pendant une période donnée (en général, un liquidité du titre ; restituer des fonds à ses mois). Éventuellement, elle peut prévoir une actionnaires (dans la plupart des pays, ce genre réduction proportionnelle des ordres d'achat d'opération est plus intéressant fiscalement si le nombre de titres présenté à l'offre est trop pour l'actionnaire qu'une augmentation du divi- important. Dans certains cas, les titres rachetés dende et a l'avantage d'être ponctuel ; relever peuvent ne pas être payés en numéraire, mais le dividende peut conduire à des déceptions s'il en titres d'une filiale : c'est ce qui se passe si doit être réduit ensuite) ; disposer d'actions pour la société veut réduire sa participation dans des échanges dans le cadre d'une croissance une filiale ou s'en séparer totalement. Une externe ou pour ses salariés, etc. Pour ce OPRA peut être utilisée pour réduire le poids faire, la société doit faire voter en assemblée de certains actionnaires, voire pour les faire générale un programme de rachat d'actions et sortir complètement de son capital.

obtenir le visa de l'AMF ; la durée maximale du

programme est de dix-huit mois. Les opérations Les OPRA ne sont pas très nombreuses : 1 en peuvent ensuite être effectuées sur le marché, 2009 sur un total de 29 offres publiques, 5 en

« au fil de l'eau », comme on dit dans le jargon 2010 sur un total de 28 offres. Une opération boursier, ou dans le cadre d'une offre publique remarquée a eu lieu fin 2011 : le rachat par d'achat simplifiée d'une dizaine de jours. Mais, Bouygues de ses actions pour un montant de pour des opérations portant sur plus de 10 % du 1,25 mil iard d'euros, soit 11,69 % de son capital.

capital, la société doit lancer une OPRA : el e

Comment les entreprises disparaissent

de la cote

Une entreprise cotée n'a pas vocation à le rester éternellement. Un retrait de la cote peut survenir dans des contextes très différents :

✓ **L'entreprise cotée peut tout simplement rencontrer des difficultés et faire faillite.** Les événements de 2008 sont venus nous rappeler que même de très gros établissements financiers pouvaient du jour au lendemain être rayés de la carte.

✓ **L'entreprise peut être nationalisée.** Cela s'est produit en France au lendemain des élections de 1981. Le thème de l'État actionnaire ne paraît plus très à la mode aujourd'hui, mais les interventions des pouvoirs publics dans des entreprises en situation difficile en 2008 ont montré qu'on ne peut pas exclure, même dans les pays réputés très attachés au libéralisme économique comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, que des entreprises cotées puissent être temporairement placées sous le contrôle de l'État avant d'être de nouveau privatisées.

✓ **Les dirigeants de l'entreprise peuvent estimer que sa cotation en Bourse ne lui apporte plus rien.** Ce fut le cas récemment avec la crise financière. Après avoir bénéficié d'un mouvement haussier particulièrement vigoureux, les valeurs moyennes ont brutalement décroché. Les investisseurs ont cessé d'un seul coup de s'intéresser à ces sociétés : ceux qui restaient en Bourse ne juraient plus que par les

grandes compagnies les plus solides, censées représenter un placement plus sûr.

Or, nous l'avons vu dans la première partie de cet ouvrage, que cherchent avant tout les propriétaires d'une entreprise lorsqu'ils décident de l'introduire en Bourse ? D'abord, la possibilité de lever des capitaux frais pour poursuivre leur développement, ensuite une valorisation de leur capital. S'il n'est plus possible de procéder à des augmentations de capital et si les actions existantes sont mal valorisées, en somme si la Bourse ne remplit plus son rôle, pourquoi y rester ?

La tentation peut être d'autant plus forte de la quitter que le ou les actionnaires majoritaires peuvent alors racheter à bon compte les titres qui avaient été placés dans le public. On a pu ainsi constater que cette tentation devenait très forte à l'automne 2008, alors que la baisse des cours avoisinait 40 % depuis le début de l'année ; elle restait encore très présente dans les esprits trois ans plus tard.

✓ Au terme d'une OPA, une société qui a pris le contrôle d'une autre peut envisager de racheter tous les titres qui restent en circulation dans le public pour faire de cette acquisition une filiale contrôlée à 100 %, voire pour fusionner avec elle.

Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière

Dans tous les cas de figure, la procédure est assez complexe : les autorités de contrôle veillent à la protection des droits des actionnaires minoritaires. Pour ces derniers, un retrait de la Bourse peut être l'occasion de vendre des titres dans de bonnes conditions.

L'offre publique de retrait (OPR)

Cette procédure est relativement jeune ; elle a été introduite dans la réglementation française en 1989, précisément pour permettre aux actionnaires minoritaires de sortir du capital d'une entreprise dans de bonnes conditions. Cette disposition vise notamment tous ceux qui n'ont pas apporté leurs titres à une OPA et se retrouvent en situation de faiblesse face à un actionnaire largement majoritaire. Souvent, ils ont déjà eu une deuxième chance, puisque, nous l'avons vu précédemment, une OPA réussie peut être rouverte dans les dix jours de Bourse qui suivent la publication de ses résultats. Mais, pour diverses raisons, des actionnaires ont pu alors choisir de ne pas profiter de cette OPA « balai ». L'offre publique de retrait est faite pour eux.

Dans quelles circonstances ?

En fait, une telle offre peut être ouverte dans plusieurs circonstances. D'abord, évidemment, à l'initiative de celui qui a pris le contrôle d'une

entreprise à plus de 95 % et veut passer à 100 %. Mais aussi, et c'est une disposition tout à fait intéressante, à l'initiative d'un actionnaire minoritaire lorsque le contrôle a été pris à plus de 95 % et que le marché du titre est devenu trop étroit pour que cet actionnaire minoritaire puisse céder ses titres dans de bonnes conditions. Dans ce cas, l'AMF est saisie et, si elle le juge nécessaire, organise l'offre de retrait avec le concours de l'actionnaire majoritaire. Si cette disposition n'est pas forcément connue du grand public, elle n'est pas passée inaperçue de certains investisseurs professionnels qui se sont fait une spécialité de la détention d'actions à hauteur de près de 5 % du capital de sociétés pouvant être l'objet d'une offre de retrait.

L'AMF peut aussi estimer qu'il est nécessaire d'ouvrir une offre publique de retrait en cas de changements significatifs intervenus au sein de la société. Ces changements peuvent concerner les statuts de l'entreprise (notamment s'il y a une modification des conditions de cession et de transmission des titres), la composition du capital (en particulier en cas de rapprochement voire de fusion-absorption avec une autre société) ou la nature de l'activité. Par exemple, au moment du rapprochement de Renault et de Nissan, le montage initialement prévu a dû être modifié car il risquait de mettre la société française en situation de devoir lancer une OPR.

Il est aussi prévu qu'une OPR puisse être déclenchée lorsque ceux qui

contrôlent la société décident de supprimer pendant plusieurs exercices

toute rémunération des titres de capital (en clair, lorsque le ou les actionnaires majoritaires imposent aux minoritaires une suppression du dividende pour une longue durée). Enfin, une OPR doit être obligatoirement ouverte dans tous les cas où une société anonyme est transformée en société en commandite par actions, ce qui paraît justifié, le changement de statut ayant dans ce cas des conséquences particulièrement importantes, comme nous l'avons vu dans le cadre des défenses contre les OPA hostiles.

À quel prix ? Un expert indépendant doit se prononcer

Permettre aux minoritaires de se retirer est une bonne idée. Encore faut-il savoir à quel prix ils pourront le faire. On comprend bien que l'actionnaire majoritaire qui, de toute façon, a déjà le contrôle de l'entreprise, n'est pas spontanément enclin à se montrer très généreux. C'est pourquoi, en cas d'OPR, la désignation d'un expert indépendant est obligatoire. L'expert, nommé par les dirigeants de la société, eux-mêmes choisis par l'actionnaire majoritaire, peut-il être vraiment indépendant ? La question a toujours soulevé de vifs débats, qui ne pourront jamais être définitivement tranchés. En dépit de nombreuses critiques, l'intervention d'un expert indépendant semble cependant favorable aux actionnaires minoritaires.

Elle n'était d'ailleurs prévue auparavant que dans le cadre des OPR ; depuis septembre 2006, le règlement général de l'AMF prévoit qu'elle aura lieu dans toutes les offres publiques d'achat de titres dès lors qu'il risque d'y avoir un conflit d'intérêts, autrement dit chaque fois que ceux qui fixent le prix de l'offre sont dépendants d'un actionnaire majoritaire. De fait, un expert indépendant a été désigné dans la plupart des OPA récentes et son rôle se manifeste assez en amont de la procédure, avant même la publication de son rapport.

Dernière précision : une OPR doit durer au minimum dix jours de Bourse, soit deux semaines.

Ultime étape : le retrait obligatoire

L'OPR peut ne pas conduire à 100 % du résultat escompté : il y a toujours des récalcitrants… ou des négligents. Alors les dirigeants de la société peuvent demander l'ouverture d'une procédure de retrait obligatoire, dans un délai de dix jours. Il arrive même très souvent que le retrait obligatoire soit annoncé en même temps que l'OPR et s'effectue dans la foulée. Si l'objectif est le même (reprendre tous les titres encore détenus par des actionnaires minoritaires), les deux procédures sont cependant très différentes : le retrait obligatoire est

contraignant, ce n’est plus une offre. La question ne se pose plus de savoir si vous allez céder vos titres ou non, on vous les retire d’office, à un prix au minimum égal à celui de l’OPR ; ce prix peut éventuellement être plus élevé, si des événements intervenus dans l’intervalle le justifient (ce qui, là encore,

nécessite l’avis d’un expert indépendant). Cette éventualité d’un prix encore plus intéressant explique d’ailleurs que des investisseurs attendent cette phase ultime pour céder leurs titres.

À l’issue de la procédure, la valeur est radiée de la cote (si la procédure porte sur un titre autre que l’action, par exemple un *certificat d’investissement,* la société reste évidemment cotée). Après leur radiation, les actions rejoignent un compartiment spécial de la cote, celui des valeurs radiées, où elles restent six mois avant de disparaître complètement.

Précision : ces procédures s’appliquent aux marchés réglementés, ce qui pose le problème des autres marchés. Avant, une société ne pouvait se retirer de la cote du marché libre que si 100 % des actions étaient apportées à l’opération. Concrètement, il était quasiment impossible de réunir tous les titres. Désormais, la législation permet le retrait de la cote sans que cette condition soit remplie. Dans ce cas, l’actionnaire minoritaire reste actionnaire de l’entreprise, devenue une société non cotée. Ce n’est pas

forcément une mauvaise nouvelle : l'entreprise non cotée peut très bien marcher et verser des dividendes conséquents. Mais il devient alors très difficile de revendre ses titres : concrètement, on est alors soumis au bon vouloir du ou des actionnaires majoritaires, qui n'accepteront de racheter les titres qu'au cours qui leur convient. Faut-il le rappeler ? Le principal avantage

d'une action cotée, c'est sa liquidité. Sauf sur les marchés très étroits, on peut acheter et vendre quand on veut à un prix affiché publiquement.

Un conseil : il ne faut pas toujours vouloir jouer au plus malin. Au vu de ce qu'on a dit ci-dessus, un actionnaire est libre de ne pas apporter ses titres à une OPA et d'attendre d'autres offres intéressantes. Cette tactique peut être judicieuse, mais elle peut aussi se révéler désastreuse. Chaque dossier est particulier et tout dépend du contexte. Citons le cas de Locindus, qui a été l'objet d'une OPA à 37 € en mars 2007, mais qui ne se négociait plus qu'à 13,44 € fin 2008. Aufeminin.com, une des plus belles réussites françaises en matière de sites internet, a fait l'objet d'une OPA à 32 € en octobre 2007 ; depuis lors, le titre n'a jamais été coté à un niveau aussi élevé.

Autre exemple : Kaufman & Broad. Au terme d'une OPA à 50,17 € en août 2007,

le fonds d'investissement PAI Partners détenait 85 % du capital. Beaucoup d'actionnaires s'attendaient à une offre plus généreuse sur les titres restant

en circulation en vue d’un éventuel retrait de la Bourse. Mais la crise financière est passée par là, l’immobilier a été l’un des premiers secteurs affectés et, début 2009, le titre est tombé en-desous de 6 € ; il s’est repris ensuite, mais avec des pointes à peine supérieures à 24 €. Manifestement, la bonne idée aurait été d’apporter ses titres à l’OPA ; mais cela n’est apparu évident qu’après coup. À l’opposé, ceux qui avaient refusé de répondre en mai 2006 à l’OPA sur Alain Afflelou ont pu bénéficier au début de 2008 d’une

offre de retrait suivie d’un retrait obligatoire à un prix supérieur de 27 % à celui de l’OPA.

Ainsi, de leur introduction à leur retrait de la cote, la vie des actions apporte son lot de surprises, bonnes ou mauvaises. L’investisseur doit en être conscient : même en se tenant régulièrement informé de l’évolution des entreprises et en s’entourant de tous les conseils des spécialistes, il ne fera pas toujours les meilleurs choix au meilleur moment. C’est bien pourquoi il devra apporter une grande attention à la composition de son portefeuille, en cherchant constamment le meilleur compromis possible entre sécurité et risque.

Chapitre 12

Choisir une répartition optimale

de son portefeuil e

Dans ce chapitre :

▸ Les grandes catégories d’actions

▸ Les principaux styles de gestion

▸ Les différentes façons d’approcher le marché

▸ Comment doit intervenir un particulier

A vouons-le : nous avons pris notre temps. Onze chapitres pour voir ce qu’est une action, comment fonctionne le marché boursier, comment il accueille de nouvelles entreprises et comment celles-ci, éventuellement, le quittent, ce qu’il faut regarder dans les comptes d’une société et comment on évalue le prix d’une action. C’était un préalable indispensable. Maintenant, nous pouvons aborder un point essentiel : comment composer son portefeuille boursier.

Nous l’avons vu : l’analyse fondamentale permet de juger de la qualité d’une affaire, l’analyse graphique permet de voir comment l’action de cette entreprise est perçue par le marché et comment elle est susceptible d’évoluer au cours des prochaines semaines ou des prochains jours, voire des prochaines heures. On peut avoir recours à l’une ou à l’autre ou, mieux encore, utiliser les deux. L’analyse quantitative, que nous avons sommairement présentée, va encore plus loin dans la description des

caractéristiques d’une action et de son comportement boursier ; pourtant nous n’en parlerons plus beaucoup : cette technique très complexe est réservée aux professionnels. Ce qui compte pour nous, c’est ce qui est réellement à la portée de l’investisseur individuel, à votre portée. Et, nous allons le voir, chacun d’entre nous peut composer et gérer un portefeuille boursier sans avoir recours à un outillage informatique très sophistiqué.

Pourtant, il faut prendre certaines précautions. On ne peut pas simplement se dire : cette affaire a l’air solide, rentable, bien gérée ; son action devrait logiquement monter, je l’achète et puis aussi celle-ci et celle-là, qui me paraissent bien également. Aussi étrange que cela puisse paraître au premier abord, on ne compose pas un portefeuille uniquement en prenant de « bonnes » actions. Il faut, dans la mesure du possible, choisir des titres qui ne présentent pas tous les mêmes caractéristiques, qui ne risquent pas d’évoluer tous en même temps dans le même sens. Si par un heureux hasard ou parce que la conjoncture boursière est extrêmement favorable, vos actions sont toutes orientées à la hausse, vous serez évidemment content de votre choix. Mais si, au bout d’un moment, elles se mettent toutes à plonger, vous commencerez à vous dire qu’il y a peut-être un problème. Comment se mettre à l’abri de ce genre de désagrément ? C’est ce que nous allons voir

maintenant.

Au passage, nous allons rencontrer un certain nombre de concepts que vous n'aurez pas à utiliser tous les jours. C'est comme M. Jourdain qui faisait de la prose sans le savoir. On peut gérer un portefeuille sans se poser la question de savoir si l'on a un style plutôt *growth* ou plutôt *value*. Mais ces termes en apparence ésotériques, souvent d'origine anglaise ou américaine, sont fréquemment utilisés par les professionnels et se retrouvent dans les journaux financiers et sur les sites internet. Il est important de les connaître, de les comprendre et de savoir à quoi ils correspondent.

Les grandes catégories d'actions

Sans même aller sur les places lointaines, en se cantonnant aux actions cotées sur les marchés européens d'Euronext, on a déjà un choix très large. Choisir l'une ou l'autre ne dépend pas seulement de la qualité du bilan de la société en question, du niveau de ses bénéfices ou de l'évolution de son cours. Il est important de savoir à quel univers elle appartient et quelles sont ses principales caractéristiques. Plusieurs grilles de lecture sont possibles. Nous en retiendrons les principales.

Par capitalisation boursière

Cette première distinction entre les sociétés est importante. C'est d'ailleurs ce critère qui est généralement employé par les journaux financiers pour trier les titres dont ils parlent : d'abord ce qu'il est convenu d'appeler les

« grandes valeurs » (*big caps*), ensuite les « valeurs moyennes » (*mid caps*). Pour des raisons commerciales, les médias évitent souvent de parler de « petites valeurs » (*small caps*), afin de ne pas froisser la susceptibilité des dirigeants des entreprises qui pourraient être rangées dans cette catégorie.

Chapitre 12 : Choisir une répartition optimale de son portefeuille

235

Des classements à géométrie variable

La distinction est forcément arbitraire. D'abord, la capitalisation évolue : au cours de sa vie boursière, une entreprise peut passer d'une catégorie à l'autre. Ensuite, telle société jugée « petite » par un gérant professionnel qui brasse des centaines de millions ou des milliards d'euros et ne s'intéresse qu'aux actions ayant un marché très large sera jugée déjà importante par un spécialiste des valeurs moyennes. Ainsi, certains gérants de grandes compagnies d'assurances distinguent entre trois grandes catégories :

✓ Les grandes valeurs ont une capitalisation boursière supérieure à 5 milliards d'euros.

✓ Les valeurs moyennes se situent dans la tranche comprise entre 2 milliards et 5 milliards d'euros.

✓ Les « petites » valeurs ont une capitalisation inférieure à 2 milliards d'euros.

Si l'on se fie à cette classification, à Paris, toutes les actions des

compartiments B et C de l'Eurolist sont des petites valeurs. Même certains titres du compartiment A (à partir de 1 milliard d'euros de capitalisation boursière) sont des valeurs petites ou moyennes ; des actions admises au SRD (à partir aussi de 1 milliard d'euros de capitalisation) subiraient le même sort. À cette aune ne sont considérées comme « grandes valeurs » que les *blue chips*, ces actions de tout premier rang qui figurent dans les portefeuilles des gérants internationaux.

Une proposition de classement utile à l'investisseur individuel

Puisque ce classement des actions par capitalisation est arbitraire, nous vous en proposons un qui a l'avantage d'être utile pour un simple particulier n'ayant que ses propres économies à gérer (qu'elles se calculent en milliers, en dizaines ou même en centaines de milliers d'euros, par rapport aux milliards des grands fonds, elles sont d'un ordre de grandeur assez voisin). Considérez comme *grandes valeurs*, à l'échelle de vos capitaux, les valeurs du SRD dit classique. C'est d'autant plus commode pour chercher de l'information que les journaux financiers les présentent souvent toutes à l'intérieur d'une même rubrique. Ce qui est logique : toutes les valeurs du SRD ont en commun d'avoir un marché assez large et de pouvoir s'échanger (s'acheter ou se vendre) facilement. Ce sont des valeurs liquides. De surcroît, ce sont des valeurs dont on parle, sur lesquelles on trouve quotidiennement des informations, des commentaires et des analyses.

Considérez comme *valeurs moyennes* celles qui, ne rentrant pas dans la catégorie précédente, sont admises au SRD ou sont cotées en continu et peuvent donc être achetées ou vendues assez facilement. Et considérez comme *petites valeurs* toutes celles qui ne sont pas cotées en continu.

Ce sont en premier lieu des valeurs qui appartiennent à l'Eurolist ou qui sont cotées sur Alternext ; on les repère généralement dans une cote au fait que leur libellé est suivi de la lettre F (comme *fixing* ou fixage) ; sur l'Eurolist, elles sont cotées, rappelons-le, deux fois par jour, à 11 h 30 et à 16 h 30 ; sur Alternext, elles ne sont cotées qu'une fois par jour, à 15 h 30. Ce sont en second lieu toutes les valeurs du marché libre, où il n'y a qu'une seule cotation par jour, à 15 heures.

'OUBLIEZ PAS ! Pourquoi vous proposer un classement que vous ne retrouverez nulle part ailleurs ? Ce n'est pas par souci d'originalité, au risque de vous compliquer

N

la vie, mais au contraire par souci de clarté et de pédagogie. Là, on n'est pas dans l'abstraction ou la théorie. Il faut voir les choses d'une façon très pratique, très concrète. Si, du fait de votre activité professionnelle, vous ne pouvez jamais être devant votre ordinateur pour vous occuper de vos affaires personnelles aux heures de *fixing*, laissez carrément tomber

les petites valeurs : vous ne pourrez jamais gérer votre portefeuille correctement. Ces valeurs ne sont pas cotées en continu parce qu'elles ont un marché étroit. Et un marché étroit a une conséquence : des nouvelles importantes peuvent faire bouger le cours d'une façon extrêmement brutale dans un laps de temps réduit. Si vous arrivez sur le marché avec un retard d'un ou deux jours, vous allez rater la hausse ou encaisser la baisse de plein fouet. La règle de base est simple : pour s'occuper de petites valeurs, il faut être disponible. Si ce n'est pas votre cas, passez votre chemin.

Les valeurs moyennes, au sens où nous l'entendons, sont plus accessibles : la cotation en continu est un avantage certain. Toutefois, ces valeurs – du moins celles qui n'appartiennent pas au SRD *long only* – peuvent rester longtemps sans bouger beaucoup et enregistrer brusquement des mouvements très rapides, notamment à l'occasion de la présentation des résultats semestriels. Il vaut mieux ne pas trop tarder à réagir. En plus, comme leur marché, plus large que celui des valeurs seulement cotées une ou deux fois par jour, est tout de même trop étroit pour intéresser les grands investisseurs internationaux, les analystes sont assez peu nombreux à les suivre. On ne dispose pas à leur sujet d'une grande diversité de points de vue et d'études. La presse n'en parle pas de façon régulière. Bref, il nous semble que cette catégorie est plutôt réservée aux investisseurs déjà avertis et relativement disponibles, même si l'on peut trouver quelques belles exceptions.

En résumé, au moins dans un premier temps, dans la période d'apprentissage, il semble plus raisonnable de s'intéresser surtout aux valeurs du SRD, les plus liquides, sur lesquelles on peut trouver facilement de l'information. En comptant les sociétés étrangères cotées à Paris, cela représente déjà un ensemble de près de 140 valeurs à l'intérieur duquel on peut faire son choix entre de grandes actions internationales, comme celles qui entrent dans l'indice CAC 40, et des valeurs considérées comme moyennes par les gérants professionnels. Ces actions peuvent être achetées

ou vendues très facilement, même en quantités importantes (du point de vue d'un particulier), et on peut composer avec elles un portefeuille bien diversifié.

Par secteurs d'activité

Tous les boursiers vous le diront : il faut absolument éviter d'avoir en portefeuille des actions de sociétés appartenant toutes au même secteur ou ayant des activités très proches. Nous l'avons vu, Euronext propose un classement très précis des valeurs par industries, avec des supersecteurs, des secteurs, des sous-secteurs. Dans la pratique, on a souvent recours à des classements beaucoup plus larges qui ont pour fonction de faire apparaître

de grands ensembles de valeurs réagissant à peu près de la même façon aux variations de la conjoncture.

La haute technologie

Les professionnels parlent plus volontiers de *high-tech*. Cette appellation s'est imposée dans les années 1990 avec le développement de l'informatique et

d'Internet. Cet ensemble comprend donc toutes les nouvelles technologies de l'information, mais aussi, plus largement, toutes les entreprises qui font appel aux découvertes scientifiques les plus récentes ou aux compétences les plus pointues dans les services informatiques. C'est dans ce secteur qu'on a enregistré les hausses les plus folles en Bourse jusqu'au retournement du marché en 2000, mais ce n'est pas une raison pour en rester à l'écart aujourd'hui. Même quand la conjoncture est morose, à la fois pour la consommation et l'investissement, les entreprises doivent recourir aux produits ou aux services de ces sociétés pour essayer d'améliorer leur productivité. Ce sont donc souvent les premières à repartir après un creux. Aux États-Unis, on les retrouve plus sur le Nasdaq que sur le NYSE ; pour détecter un rebond durable du marché, les gérants regardent d'abord le Nasdaq ; si celui-ci se raffermit, ils considèrent que c'est bon signe.

Les biens d'équipement

Dans l'analyse de la conjoncture, on a souvent tendance à surestimer

l’importance de la consommation. Surtout dans le monde actuel, où l’information circule très vite d’un continent à l’autre, la tendance est en fait donnée par les entreprises. On l’a très bien vu à l’automne 2008. Après la faillite de la banque américaine Lehman Brothers, les entreprises ont toutes réagi en même temps, par une réduction des stocks, de la production et des effectifs. Elles ont tout de suite révisé à la baisse leurs programmes d’investissement. Dans ces conditions, les biens d’équipement ont souffert. En revanche, quand la confiance revient, l’investissement en biens d’équipement redémarre assez vite, même si la croissance reste modeste :

il ne s’agit pas alors d’augmenter sa capacité de production (cela ne vient que dans un deuxième temps, lorsque la croissance s’affermit), mais de se moderniser et de ne pas perdre de terrain face à la concurrence en termes de compétitivité. Les biens d’équipement suivent donc d’assez près les mouvements de la conjoncture.

Les biens de consommation

Ils sont en théorie moins sensibles aux variations de la conjoncture : sauf dans les grandes crises, comme celle que nous avons connue en 2008-2009, les producteurs et les distributeurs les plus diversifiés géographiquement peuvent compenser les faiblesses d’un marché par le dynamisme d’un

autre. Il faut toutefois distinguer en ce domaine entre la consommation « discrétionnaire » (les biens que l'on achète quand on le peut et auxquels on renonce quand ça va mal) et la consommation courante, celle que l'on peut difficilement réduire et qui résiste le mieux aux soubresauts de la demande : c'est le cas de la fabrication et de la distribution de produits alimentaires. Les valeurs liées à la consommation courante sont donc considérées comme des valeurs « défensives ».

Dans cet ensemble, une autre industrie est en train d'acquérir un statut très particulier, celle du luxe. Sa base traditionnelle de clientèle (l'Europe, les États-Unis, le Japon) s'élargit très vite avec l'arrivée sur le marché d'une nouvelle classe de consommateurs aisés, voire très fortunés en Chine et dans d'autres pays émergents. Même si ce secteur n'est pas à l'abri des à-coups ses perspectives sont très favorables à moyen et long terme, ce qui se retrouve au niveau des PER, beaucoup plus élevés que ceux de la moyenne du CAC 40.

Les valeurs financières

Elles comprennent aussi deux grandes catégories : les banques et les assurances, qui ne réagissent pas exactement de la même façon. Les banques sont réputées sensibles aux mouvements sur les taux d'intérêt : plus les taux à court terme sont bas et plus l'écart entre les taux à court terme et les taux à long terme est grand, plus elles sont censées gagner de l'argent.

Les compagnies d’assurances sont réputées réagir moins vivement que les banques aux bonnes comme aux mauvaises nouvelles ; mais, lorsque les marchés financiers sont durablement mal orientés, leurs bénéfices se réduisent.

Avec la crise financière de 2008 puis celle des dettes souveraines, les valeurs financières ont beaucoup souffert. Elles sont devenues très spéculatives : on les achète quand arrive une bonne nouvelle et on les revend dès qu’on a fait un profit. Il leur faudra du temps pour retrouver un statut de valeurs méritant de rester de façon stable dans un portefeuille.

Chapitre 12 : Choisir une répartition optimale de son portefeuille

239

Les holdings

Ce sont des sociétés qui détiennent des participations dans d’autres sociétés, cotées ou non cotées. Par leur intermédiaire, il est donc possible de participer au développement d’entreprises dont le capital n’est pas ouvert au public. Par ailleurs, détenir des actions d’une holding permet de bénéficier des choix effectués par des professionnels qui auront su prendre position au bon moment dans des entreprises de qualité. L’avantage : ces participations sont normalement assez diversifiées et n’évoluent pas de la même façon au même moment, ce qui doit, en principe, éviter les mauvaises surprises.

L’inconvénient : la Bourse préfère souvent les pure players, les sociétés qui ont une activité principale unique et clairement définie. La valeur d’une holding est toujours inférieure à la somme des valeurs de ses participations ; autrement dit, il y a toujours une décote et, en conséquence, si la holding a des participations dans de belles valeurs cotées, il est souvent préférable de détenir en direct les titres de ces sociétés. Il peut être intéressant d’acheter des actions de holdings lorsque leur décote paraît anormalement élevée.

Les valeurs immobilières et foncières

Acheter des titres de sociétés immobilières permet de profiter des périodes favorables à ce secteur sans investir directement dans un seul projet, qu’il s’agisse de logements ou d’immeubles professionnels (bureaux, commerces, entrepôts), ces derniers ayant en règle générale une rentabilité plus élevée que l’immobilier d’habitation. Là encore, on se heurte au problème des décotes : la valeur d’une société immobilière est généralement (mais pas toujours) inférieure à celle de la somme des actifs qu’elle détient. Un critère de choix important est donc la décote enregistrée à un moment donné par rapport à l’actif net réévalué (ANR). Il est également très important de connaître la composition du patrimoine de ces sociétés, les actifs immobiliers ne subissant pas tous de la même façon les aléas de la conjoncture.

Foncières cotées : les chiffres à suivre

D’une façon générale, ce qui compte le plus pour favorables. Dans ces périodes, il y a une prime apprécier la situation d’une société foncière aux sociétés les moins endettées.

est l’évolution de ses **revenus locatifs**. C’est

pourquoi les sociétés foncières indiquent, Un chiffre à retenir donc : le **taux d’endettement** à chaque fois qu’el es signent un contrat de ou LTV (*loan to value*), qui mesure le poids de location important, avec qui el es ont signé et la dette nette par rapport à la valeur des actifs pour quel e durée.

détenus en portefeuil e. Avec un LTV de 50 %,

une hausse de 10 % de la valeur des actifs se

Si on recherche avant tout la sécurité, on s’inté- traduit par une hausse de 20 % de l’actif net ressera aux foncières ayant des immeubles bien réévalué (et donc, éventuel ement, du cours de placés, par exemple dans le quartier central des Bourse, si les investisseurs gardent le même affaires à Paris. Il peut en effet être plus judi- rapport de sur ou sous-évaluation de la valeur).

cieux de se placer sur des immeubles offrant un Mais en cas de baisse de la valeur des actifs, le rendement de 5 % mais qui garderont leur valeur recul de l’ANR (voir ci-dessous) sera également et auront de bonnes chances d’être occupés de 20 % dans ce cas, alors qu’il ne sera que de quoi qu’il arrive, que des immeubles offrant des 12,5 % pour une foncière ayant un LTV de 20 %.

rendements de 10 % mais dont on n’est pas sûr

qu’ils pourront retenir leurs locataires.

L’**ANR** ou **actif net réévalué** est donné sous

forme globale (par exemple 12 394 millions

Le **taux de vacance** indique quel e part de la d'euros) ou par action (cent vingt-sept dans surface de bureaux, d'entrepôts ou de loge- cet exemple). Si la capitalisation boursière est ments est sans locataire à une date donnée ; inférieure à son ANR, on dira que cette société plus le taux de vacance est faible, plus la situa- est sous-évaluée.

tion est favorable. À côté du taux de vacance

« physique » calculé en référence aux mètres On distingue généralement deux agrégats. D'une carrés en état d'être loués, on trouve aussi un part, l'**ANR de liquidation** : il s'agit de la valeur du taux de vacance dit « financier » qui donne un patrimoine hors droits de mutation sur les titres renseignement plus précis, car il tient compte et les immeubles de placement. Cette notion est du prix de location du mètre carré. Les socié- assez proche de ce que l'on appel e couramment tés peuvent aussi, à l'inverse, publier un **taux** la « valeur à la casse ». Mais il y a aussi l'**ANR**

d'occupation physique ou financier.

de remplacement (on parle aussi d'**ANR de**

continuation), plus élevé que le précédent, qui

Attention ! en général, les sociétés indiquent mesure la valeur du patrimoine en incluant les le taux de vacance (ou d'occupation), non pas droits et frais d'acquisition des actifs.

en pourcentage de leur patrimoine total, mais

seulement en pourcentage de la partie du Quand on entre dans le détail des calculs, on patrimoine qui peut être louée en l'état.

arrive à des choses assez compliquées, surtout

si l'on tient compte des normes IFRS et de leur

Les **taux d'intérêt**. Les sociétés foncières se ser- règle de base : valoriser tous les actifs et tous vent du levier de l'endettement pour accroître les passifs à leur valeur de marché au moment de leur patrimoine immobilier. Les

périodes de l’établissement des comptes. L’EPRA (European hausse des taux d’intérêt ne leur sont guère Public Real Estate Association, Association des
Chapitre 12 : Choisir une répartition optimale de son portefeuille

241

(suite)

sociétés foncières cotées européennes) fournit par chaque actionnaire face à un nombre total à ses membres un guide de calcul qui donne d’actions accru.

l’**EPRA NAV** (pour *net asset value*, valeur de

l’actif net). Pour corriger l’impact des normes En ce qui concerne les **résultats**, les normes IFRS, qui introduisent un surcroît de volatilité IFRS ont un impact fort puisqu’on est en pré-

dans les comptes des entreprises, l’EPRA sence de sociétés dont l’activité principale est conseil e le calcul d’un **actif net réévalué triple** la gestion d’actifs et que l’application de ces **net** (**EPRA NNNAV**), établi à partir du précédent normes joue un rôle considérable dans l’éva-sans tenir compte ni des impôts différés sur les luation et la comptabilisation des immeubles biens immobiliers calculés de façon théorique de placement.

ni de la comptabilisation à leur juste valeur des Pour aider les investisseurs à s’y retrouver, instruments financiers dérivés ni de la mise à l’EPRA recommande à ses adhérents de calculer juste valeur de l’ensemble de la dette à taux fixe. un **résultat net récurrent**, qui part du résultat Pour compliquer encore les choses, les sociétés net calculé selon les normes IFRS mais exclut peuvent aussi calculer un **ANR dilué**, calculé en les variations de juste valeur, les plus ou moins-tenant compte des actions qui pourraient être values de cessions et les autres éléments non émises ultérieurement sur la base des bons courants. Dans la mesure où il est disponible, de souscription en circulation, des obligations ce résultat récurrent devrait être celui auquel remboursables en actions, etc., donc de tout ce on accorde le plus d’importance.

qui pourrait diluer le poids des actions détenues

Les sociétés exportatrices

Elles ne forment pas vraiment une catégorie en soi, car elles peuvent appartenir à tous les secteurs. Mais certaines d'entre elles partagent une même caractéristique : elles dépendent fortement des cours d'une même devise ou de l'évolution dans une même zone géographique. Par exemple, il y a un thème qui revient souvent, c'est celui des valeurs dollar, celles qui profitent de la force du dollar et souffrent quand il baisse trop face à l'euro. Le cas type est celui d'EADS, dont la compétitivité face à Boeing varie en fonction inverse de la force de l'euro face au billet vert. Mais on pourrait également parler des grandes sociétés du luxe, qui exportent beaucoup et engrangent de somptueux bénéfices quand le dollar et le yen montent.

Un autre thème est très à la mode depuis quelques années, c'est celui des entreprises bien placées sur le marché chinois. Miser sur des sociétés capables de réaliser là-bas une part significative de leur chiffre d'affaires est une façon de profiter de la croissance exceptionnellement rapide dans cette partie du monde (malgré des à-coups) sans prendre le risque de placer ses capitaux à la Bourse de Shanghai, aux mouvements rapides et largement imprévisibles.

Les valeurs liées aux matières premières

Il s’agit de sociétés qui consomment beaucoup de matières premières (comme la chimie ou l’industrie papetière) et que l’on surveille toujours avec une certaine inquiétude, soit parce que le prix de ces matières augmente (on se demande si les entreprises seront en mesure de répercuter les hausses de prix sur leurs clients), soit parce qu’il baisse trop vite (on se demande alors si l’activité n’est pas en train de chuter).

Il s’agit aussi, évidemment, des sociétés qui produisent ces matières premières. Il peut être intéressant d’essayer de mettre à profit les hausses enregistrées sur le pétrole, le cuivre, l’or ou les produits agricoles par l’intermédiaire de ces sociétés. Dans les périodes de forte croissance mondiale, ces valeurs sont susceptibles d’enregistrer des performances très supérieures à la moyenne. Mais il faut faire attention : les marchés de matières premières sont assez sportifs et ceux des sociétés qui les exploitent le sont tout autant, si ce n’est plus. C’est notamment le cas des mines d’or, où les fluctuations peuvent être plus amples encore et plus rapides que sur le métal précieux lui-même ; il n’est pas rare que ces valeurs commencent à monter alors que le métal n’a pas encore vraiment décollé et qu’elles enregistrent des corrections brutales alors que le métal est encore en phase ascendante. Cœurs fragiles s’abstenir !

Ces quelques exemples de classification selon le secteur ou une caractéristique importante de l’activité (comme la dépendance envers

les exportations) montrent les multiples possibilités de diversification d'un portefeuille, mais ces distinctions ont une portée encore plus grande qu'on ne le croit généralement : non seulement les différents secteurs n'ont pas la même sensibilité aux aléas de la conjoncture, mais ils n'ont pas le même statut boursier. Les principales données chiffrées concernant une société et ses ratios boursiers ne sont jamais à juger dans l'absolu, mais toujours en comparaison avec les autres valeurs. Par exemple, le secteur automobile présente beaucoup d'inconvénients : il consomme à la fois beaucoup de capitaux (les investissements y sont lourds), beaucoup de matières premières et beaucoup de main-d'œuvre. De surcroît, son activité est très cyclique, avec une alternance assez rapide de bonnes et de mauvaises années. Les investisseurs boursiers s'y intéressent forcément (Michelin, Peugeot, Renault font partie du CAC 40), mais toujours avec une certaine prudence : les rapports cours-bénéfice sont systématiquement plus faibles dans ce secteur que la moyenne. En revanche, les sociétés de haute technologie dont on attend des développements rapides, tant en termes de chiffre d'affaires que de résultats, offrent souvent des ratios très élevés. Il n'est donc pas possible de se fixer des règles trop simples du genre : je n'achète jamais des valeurs cotées plus de 20 fois leurs bénéfices. Dans certains secteurs, ce serait effectivement le signe d'une probable

surévaluation ; dans d’autres, ce pourrait être un niveau d’achat. Il faut donc toujours comparer ce qui est comparable et, dans un secteur donné, toujours

chercher pourquoi une valeur présente des ratios boursiers très différents des autres. Ainsi, les dirigeants d’Air Liquide, un des leaders mondiaux des gaz industriels, détestent qu’on présente leur entreprise comme un groupe chimique, car ce secteur n’a pas une très bonne image en Bourse et les ratios boursiers y restent généralement assez bas.

Par leur actionnariat

La répartition du capital d’une entreprise peut donner des indications intéressantes. Ce n’est certainement pas un des critères les plus importants mais, dans certains cas, cet élément peut entrer en compte dans la prise de décision.

Les sociétés au capital très dispersé

Nous l’avons vu dans le chapitre précédent : si le capital d’une société n’est pas contrôlé par un ou plusieurs actionnaires agissant de concert, celle-ci peut devenir « opéable ». Cela ne marche pas à tous les coups, mais cet aspect ne doit pas être négligé. Dans cet esprit, on surveillera donc attentivement toutes les informations relatives aux franchissements de

seuils et on se tiendra au courant des rumeurs : beaucoup d'entre elles sont fausses, mais ce qui est faux aujourd'hui peut devenir la vérité de demain. Il suffit parfois d'un peu de patience. Il est rare qu'une société offrant de belles perspectives ne finisse pas par susciter quelques convoitises.

Les sociétés en partie détenues par l'État

A priori, les boursiers n'aiment pas cette situation : l'État n'a pas la réputation d'être un partenaire industriel de grande qualité, et on soupçonne toujours que ses décisions ne sont pas inspirées uniquement par un souci de bonne gestion. Mais si, en raison de la crise financière de 2007-2008, il a été amené à mettre un pied dans des établissements bancaires (voire de les nationaliser plus ou moins complètement, comme au Royaume-Uni), sa présence dans les entreprises n'a pas vocation à être éternelle. Qui dit nationalisations dit privatisations à plus ou moins longue échéance. Par ailleurs, la présence des capitaux publics peut aider à stabiliser des secteurs en difficulté ou à faciliter leur recomposition. En ce sens, la création en France du Fonds stratégique d'investissement, venant s'ajouter aux participations que l'État détenait déjà dans des secteurs clés comme l'aéronautique et la défense, peut provoquer des mouvements à suivre.

Les sociétés familiales

Pour certains, c'est un thème d'investissement à retenir. Les sociétés créées

et toujours contrôlées par une famille cumuleraient tous les avantages : le dynamisme et la vocation à croître des sociétés cotées, la stabilité et le

sérieux des affaires gérées « en bon père de famille ». De fait, on constate que des grandes entreprises, notamment dans le secteur automobile (Toyota, Ford, Fiat, Porsche, Daimler-Benz, BMW, Peugeot ou Michelin), mais aussi dans bien d'autres (LVMH, PPR, Pernod-Ricard, Bouygues, Lagardère, Bic, Decaux, etc.), ont pu garder une certaine tradition malgré une participation de la famille fondatrice parfois tombée à un niveau très faible. Les exemples sont encore plus nombreux dans l'univers des valeurs moyennes.

Les avantages de l'entreprise familiale peuvent paraître décisifs : les dirigeants sont plus impliqués dans son développement que des managers qui ne font parfois que passer, car c'est en effet leur patrimoine qui est en jeu. Ils travaillent pour le long terme, leur politique d'investissement s'inscrit dans la durée, etc. En revanche, on peut aussi y trouver la frilosité propre à beaucoup d'entreprises familiales : les réticences à emprunter ou à ouvrir le capital, ce qui peut peser sur la croissance et même sur la rentabilité (il y a des périodes d'argent peu cher où la bonne gestion devrait au contraire inciter à emprunter pour financer des projets rentables) ; le refus d'aller chercher en dehors du cercle familial des compétences pourtant

indispensables, etc. Enfin, on a connu des cas dramatiques où l'héritier a conduit l'entreprise à la faillite.

Les comparaisons faites sur une longue période entre l'évolution générale des indices et les entreprises retenues comme étant familiales font apparaître un net avantage en faveur de ces dernières : si la banque d'investissement Oddo a abandonné son indice Oddo sociétés familiales, l'indice Crédit Suisse Family de quarante sociétés familiales européennes et américaines continue de faire nettement mieux que l'indice MSCI World. Des travaux universitaires vont dans le même sens : ils montrent que les entreprises familiales sont proportionnellement plus nombreuses que les autres parmi les entreprises qui enregistrent les meilleures performances boursières dans la durée. Dans la pratique, il faut le reconnaître, quand on s'interroge sur le point de savoir si l'on va acheter telle ou telle valeur, on a davantage tendance à regarder les résultats de l'analyse fondamentale ou graphique qu'à se demander si la société considérée est à caractère familial ou non. Ce critère est toutefois à retenir dans une optique d'investissement à long terme ; il peut être la garantie d'une certaine pérennité de la qualité de gestion. À condition que la famille reste unie...

Par leur comportement en Bourse

On retrouve ici certaines distinctions que l'on a vues précédemment : en

fonction de leur appartenance à tel ou tel secteur, les sociétés cotées, quelles que soient la qualité de leur gestion et leurs spécificités propres, vont avoir des comportements boursiers communs et vont être classées en différentes catégories qui parfois se recoupent.

Chapitre 12 : Choisir une répartition optimale de son portefeuille

245

Les valeurs de croissance

Ce sont *a priori* celles auxquelles on devrait le plus s'intéresser. Il s'agit de sociétés qui croissent plus vite que l'ensemble de l'économie, c'est-à-dire dont le chiffre d'affaires progresse normalement plus vite que le PIB en valeur (pour un pays comme la France, 2 % de croissance en volume en moyenne plus environ 2 % de hausse annuelle des prix). De surcroît, leur bénéfice, ce qui n'a pas été le cas au cours des dernières années, augmente d'au moins 10 % par an et elles offrent une certaine visibilité, ce qui signifie que l'on peut se faire une idée assez générale de ce qu'elles vont faire au cours des prochaines années. Prenons l'exemple d'une entreprise comme Essilor. Elle est installée sur un marché dont la croissance, selon toute vraisemblance, est appelée à se poursuivre : la population mondiale continue d'augmenter et elle compte de plus en plus de personnes d'un âge avancé, ce qui signifie que de plus en plus de gens vont avoir besoin de corriger leur vue ; cette population mondiale, à des degrés et des rythmes divers,

s’enrichit, ce qui lui donne davantage la possibilité d’acheter des lunettes ou des lentilles de contact ; enfin, la mise en place de systèmes publics ou privés d’assurance maladie permet d’atténuer les accidents de la conjoncture et d’assurer un certain volume d’activité. Ajoutons que, par un savoir-faire reconnu et un effort de recherche permanent, cette société a su se hisser et se maintenir dans les premiers rangs mondiaux. On a là toutes les caractéristiques d’une valeur de croissance offrant une bonne visibilité !

On trouve ces valeurs dans des secteurs variés, avec des évolutions dans le temps. Beaucoup d’entreprises pharmaceutiques considérées comme des valeurs de croissance sont plutôt passées du côté des défensives. Dans un même secteur, une entreprise jeune pourra être considérée comme une valeur de croissance alors qu’un opérateur « historique » aura plus un statut de valeur défensive : c’est par exemple le cas d’Iliad face à France Télécom. On peut aussi bien trouver dans cette catégorie des valeurs liées aux nouvelles technologies comme Gemalto que des entreprises du luxe comme LVMH ou Hermès ou des entreprises comme Orpea, spécialiste des résidences pour personnes dépendantes.

Ces valeurs qui ont tout pour plaire (elles sont en croissance, elles sont en mesure de verser des dividendes, leurs performances semblent assurées pour une assez longue période) sont évidemment très recherchées, donc

elles sont chères. Comme, de surcroît, leurs performances sont relativement prévisibles et stables, il est rare qu'elles connaissent des envolées spectaculaires. Ce n'est pas avec ce type de valeurs que l'on peut faire des « coups ».

'OUBLIEZ PAS ! En revanche, comme leurs actionnaires sont habitués à de belles performances et qu'ils ont payé cher pour cela, ils sont prêts à sanctionner

N

durement la moindre déception. Un bénéfice inférieur aux prévisions peut suffire à provoquer un net décrochage du cours, même s'il est très substantiel.

Les valeurs de croissance peuvent constituer ce qu'on appelle un « fond de portefeuille », c'est-à-dire des valeurs qu'on garde pour une longue durée. Il faut toutefois veiller à ne pas trop s'endormir dessus : ces valeurs, si belles soient-elles, ne sont pas à l'abri des retournements de la conjoncture et des dépressions boursières. Au cours des dernières années, elles ont parfois sévèrement décroché alors même que leurs performances économiques et financières restaient tout à fait satisfaisantes pour une raison simple : les gérants de fonds qui se trouvaient pris dans la tourmente avec des produits financiers complexes devenus subitement invendables se délestaient de tout

ce qui avait encore un prix, notamment ces titres. Enfin, il faut ajouter que certaines valeurs de croissance sont plus sensibles que d'autres aux aléas de la conjoncture, notamment celles qui appartiennent aux secteurs de l'énergie ou aux technologies de l'information. Il ne faut donc pas hésiter à se séparer de ces valeurs en cas d'accident sur les marchés, quitte à les racheter – moins cher – quelques mois plus tard.

Les valeurs défensives

Les valeurs dites « défensives » présentent des caractéristiques communes avec les valeurs de croissance : ce sont des valeurs qui offrent une certaine visibilité. Mais elles ont tendance à faire moins bien que les valeurs de croissance en période d'accélération de l'activité et mieux qu'elles en période de basses eaux. Cette catégorie exclut donc les valeurs de croissance les plus sensibles aux cycles, alors qu'elle inclut d'autres valeurs ayant des performances plus modestes. Comme leur nom l'indique, on ne cherche pas la performance maximale en achetant ces valeurs, mais d'abord une certaine sécurité : on les choisit parce que, en période de forte incertitude ou de ralentissement marqué, ce sont celles qui sont susceptibles de résister le mieux. Ce n'est donc pas un hasard si l'on retrouve là des valeurs liées à l'alimentation, à la grande distribution, à la santé, aux services publics.

Le terme « défensif » ne doit pas induire en erreur : la protection n'est pas

absolue. Quand tout va mal en Bourse, ces valeurs reculent aussi, mais dans des proportions normalement plus limitées que la moyenne. Et, au cours des dernières années, on a pu observer que le secteur de la pharmacie, du fait de la concurrence des génériques et des difficultés des laboratoires à mettre sur le marché des molécules réellement innovantes, avait du mal à garder son caractère défensif. À l'opposé, ces valeurs que l'on peut hésiter à acheter si l'on recherche la performance sont capables d'effectuer de très beaux parcours boursiers. Ainsi, beaucoup d'investisseurs se souviennent avec émotion des gains qu'ils ont pu réaliser à certaines époques avec un titre comme Carrefour, qui a ensuite beaucoup déçu. Là, on est loin de la haute technologie, de ces produits qui font rêver les jeunes du monde entier. Et, pourtant, ça peut rapporter gros…

On notera que l'opinion sur les valeurs de distribution a sensiblement évolué au cours de ces dernières années : celles qui comptent un grand

nombre d'hypermarchés, où l'on vend beaucoup de biens de consommation jugés « discrétionnaires », ne paraissent plus jouer aussi bien leur rôle de protection. Ne sont plus vraiment considérées comme défensives que celles principalement axées sur les biens les plus courants avec des prix de vente

cassés, celles qui font du discount. À cette aune, Carrefour a été jugé comme

un distributeur trop cher pour être réellement à l'abri des turbulences quand

le pouvoir d'achat des ménages faiblit ; le groupe a bien reçu le message

envoyé par le marché, il lui reste à trouver la solution.

Valeur défensive ou offensive ? Une affaire de bêta

Une valeur sera dite « offensive » lorsque, en de 1. Une valeur offensive, qui a tendance à se phase de hausse du marché, el e monte plus montrer plus exubérante que le marché, a un vite que lui (cette définition peut s'appliquer bêta supérieur à 1. Et, fort logiquement, une aussi à un secteur ou à l'ensemble d'un por- valeur qui réagit moins vigoureusement que tefeuil e). Mais, en cas de chute, el e baissera l'indice a un bêta inférieur à un.

aussi plus vite.

Exemple concret : une valeur offensive qui a

La valeur défensive a la caractéristique inverse : un bêta de 1,5 progressera en théorie de 1,5 %

son intérêt réside dans le fait que, en cas de quand l'indice de référence du marché avancera baisse, elle doit normalement reculer moins de 1 %. Une valeur défensive qui a un bêta de vite que le marché. La contrepartie, évidem- 0,9 reculera de 0,9 % quand l'indice perdra 1 %.

ment, est qu'el e doit faire moins bien que le

marché en phase de hausse. Une valeur qui se Appliqué à un secteur, cela conduit à accorder comporterait en général exactement comme le un bêta supérieur à 1 à des secteurs plus sen-marché serait qualifiée de « neutre ».

sibles que l'ensemble du marché aux évolutions

du cycle économique, comme les technologies

Les boursiers, qui adorent les mathématiques et de l'information. Inversement, on donnera un leurs symboles, expriment cette qualité en ayant bêta inférieur à 1 à des secteurs jugés défensifs recours au bêta, la deuxième lettre de l'alphabet comme la distribution et l'alimentation.

grec. Une valeur qui serait neutre aurait un bêta

Les valeurs de rendement

Avec cette catégorie, on n'est pas très loin de la précédente. La motivation de l'acheteur est plutôt défensive : il ne s'agit pas de chercher prioritairement la plus-value mais le rendement, soit un bon rapport entre le dividende versé et le prix de l'action. Cette recherche du rendement peut s'expliquer par le profil

de l'investisseur : un jeune boursier désireux de faire croître son capital rapidement, quitte à prendre quelques risques, ne s'en souciera guère ; le gérant d'un fonds de pension, qui doit disposer de revenus réguliers, en

fera un critère de sélection important. Mais cette recherche peut aussi être imposée par les circonstances : lorsque le marché est mauvais et l'espoir de plus-values très mince, le dividende retrouve tout son attrait. C'est d'autant plus vrai que le cours des actions étant alors orienté à la baisse, le rendement a tendance à remonter. Ainsi, au début de 2012, alors que le marché commençait à se remettre du choc subi en 2011, on trouvait encore sans trop de difficultés des valeurs qui assuraient un rendement supérieur à

6 %, alors que celui de l’OAT à dix ans était tout juste supérieur à 3 %. Cela dit, ce n’est pas parce qu’une action a vu son cours baisser fortement, ce qui, mécaniquement, fait grimper son rendement, qu’elle est devenue réellement une valeur de rendement. Ce label ne s’applique qu’aux valeurs qui assurent de façon régulière un dividende confortable, avec un rendement supérieur à la moyenne des autres actions, voire à celui des emprunts d’État à dix ans.

’OUBLIEZ PAS ! Cela suppose une activité et des rentrées elles-mêmes régulières. La plupart des sociétés tentent d’assurer une certaine régularité de leur

N

dividende, en jouant sur leur *pay out*, la proportion du bénéfice qui est consacrée au versement du dividende. Dans les bonnes années, elles n’augmentent que modérément leur dividende en réduisant leur *pay out* ; quand la conjoncture est moins favorable, elles s’efforcent de maintenir le dividende en y consacrant une part du bénéfice net plus importante. Mais cette politique a ses limites, qui tiennent à la fois à la possibilité de verser un dividende relativement régulier et à la variation des cours : à dividende presque inchangé, le rendement varie très fortement si le cours monte ou baisse dans des proportions significatives. Certains secteurs ont donc une vocation plus marquée que d’autres à faire émerger des valeurs

de rendement. Les sociétés immobilières peuvent rentrer dans cette catégorie. Depuis 2003, elles peuvent opter pour le statut de SIIC, société d'investissement immobilier cotée, qui leur assure un cadre fiscal très avantageux, mais, en contrepartie, les contraint à distribuer 85 % de leur résultat d'exploitation et 50 % de leurs plus-values. Les valeurs pétrolières, dont les cours ne s'envolent plus systématiquement quand le prix du baril grimpe et qui restent rentables quand il reflue, peuvent aussi tenir ce rôle. Des sociétés de télécommunications, comme France Télécom, sont entrées dans cette catégorie au cours des dernières années, du fait de la régularité de leurs recettes, après avoir été considérées comme des valeurs hautement spéculatives à la fin des années 1990.

Un rappel toutefois : dans les périodes de crise, acheter une valeur pour son rendement peut conduire à quelques désillusions. Les calculs effectués sur la base du dividende futur sont toujours aléatoires.

Chapitre 12 : Choisir une répartition optimale de son portefeuille

249

Les valeurs cycliques

Ce sont elles qui intéressent le plus les vrais boursiers, car elles connaissent des variations de cours très importantes. Très liées aux humeurs de l'économie, qu'il s'agisse de la consommation de biens discrétionnaires,

de biens d'équipement, de matières premières, de la sidérurgie, de la métallurgie, de la papeterie, de la construction, du BTP et des matériaux de construction, etc., ces valeurs connaissent des creux très marqués en bas de cycle et atteignent des sommets en haut de cycle. Avec ces valeurs, on peut gagner beaucoup d'argent… ou en perdre beaucoup si l'on intervient à contretemps.

A priori, c'est très simple, allez-vous dire : quand l'économie va bien, j'achète des valeurs cycliques ; quand la croissance fléchit, je les revends. En théorie,

effectivement, c'est très clair. Dans la pratique, il n'est pas facile d'acheter et de vendre au bon moment. D'abord, les indicateurs économiques ne permettent pas toujours de se faire une idée très précise de l'endroit où l'on se situe exactement dans le cycle économique : on ne bascule pas du jour au lendemain de la croissance à la récession et inversement. Quand on arrive vers le haut du cycle ou vers le bas, il y a toujours une assez longue période d'incertitude pendant laquelle les indicateurs envoient des signaux contradictoires. Et quand tous les feux ou presque se mettent simultanément au vert ou au rouge, il est déjà trop tard : les cours ont décollé ou plongé. La période d'incertitude est d'autant plus compliquée à vivre que les investisseurs eux-mêmes s'emploient (involontairement) à brouiller les pistes. Il y a ceux qui vendent à la première alerte, pour ne

pas risquer d’avoir à vendre moins cher plus tard, ou qui achètent avant même d’être certains que l’amélioration est en cours, parce qu’ils ne veulent pas rater la première phase de hausse, souvent rapide et très forte. Il y en a d’autres au contraire qui conservent leurs titres en portefeuille le plus longtemps possible, parce qu’ils sont persuadés que la hausse peut encore durer, ou qui hésitent à acheter tant que le mouvement de hausse n’est pas clairement établi, au risque de devoir monter dans le train en marche. Ces comportements divers donnent alors une Bourse erratique où aucune tendance ne se dessine vraiment et où il est parfois difficile de se faire une opinion. Ajoutons à cela que l’économie elle-même complique le jeu et, pas plus que la Bourse, n’avance de façon linéaire : chaque grande phase de croissance ou de repli s’accompagne de courtes périodes de ralentissement ou d’accélération de l’activité qui font croire qu’on est arrivé au point de retournement de la conjoncture alors qu’il s’agit d’un simple accident de parcours.

Les informations données par les sociétés ne sont pas forcément d’une grande utilité dans ces périodes d’incertitude. Car aucun chef d’entreprise ne se résigne à avoir une activité cyclique. Chacun, au contraire, tente d’échapper à cette malédiction par l’innovation, en tentant de mettre sur le marché des produits qui continueront à se vendre même quand la demande

globale fléchira, par la diversification de son offre et de ses clients, et par son action commerciale. La préoccupation constante des dirigeants est d'essayer de convaincre les analystes financiers et les journalistes que leur société est désormais plus résistante aux variations de la conjoncture. C'est, par exemple, ce qu'annonçait M. Lakshmi Mittal après avoir repris Arcelor. Il n'empêche qu'ArcelorMittal a reculé de 67,8 % en 2008 alors que l'indice CAC 40 ne cédait « que » 42,7 %. Il n'est pas facile d'échapper aux cycles quand on travaille pour des secteurs eux-mêmes cycliques comme la construction et l'automobile et quand le ralentissement est mondial.

Les situations spéciales

Cette catégorie aux contours assez flous regroupe des entreprises pouvant appartenir à n'importe quel secteur ou n'importe quelle autre catégorie et qui, à un moment de leur histoire, se retrouvent, précisément, dans une « situation spéciale ». Leur seul point commun à ce moment-là est d'intéresser les boursiers parce que leur cours semble pouvoir grimper très rapidement. C'est le cas des sociétés sur lesquelles des rumeurs d'une possible OPA circulent avec insistance ou de celles qui ont connu un accident de parcours et qui paraissent sur le point de se redresser ; on parle alors de « valeurs en retournement ».

Ces valeurs sont évidemment à surveiller de très près, mais à manier avec précaution. Les rumeurs d'OPA, on le sait, ne se concrétisent pas toujours, et les redressements annoncés ou espérés peuvent prendre plus de temps que prévu. Mais, pour la partie la plus risquée de son portefeuille, il peut y avoir là des occasions à saisir.

Les grands styles de gestion

Comme nous venons de le voir, en Bourse, il n'y a pas de bonnes et de mauvaises valeurs. Il y a celles qui sont à vendre ou à acheter à un moment donné, il y a celles que l'on choisira pour leurs perspectives de plus-value ou pour leur rendement, etc. En somme, toutes peuvent mériter que l'on s'intéresse à elles ; c'est une question d'opportunité et aussi de style de gestion.

Dans tous les cas de figure, lorsque nous évoquons la gestion de son portefeuille par un particulier, nous nous plaçons dans le cadre d'une gestion active. L'opposé en est, vous le devinez, la gestion passive. Mais, en matière boursière, avoir une gestion passive, cela a un sens précis. Cela ne signifie pas ne rien faire ; c'est essayer de répliquer les performances d'un indice comme le CAC 40. Dans une gestion active, on a toute latitude pour choisir ses valeurs, qu'elles appartiennent ou non à tel ou tel indice et, si possible, en essayant de faire mieux que les grands indices de référence (ce qui n'est

pas aussi évident qu'on pourrait le croire). Pour un particulier, cette gestion active se fera par *stock picking*, c'est-à-dire au cas par cas, alors que les professionnels ont généralement une façon de travailler qui leur impose une approche plus systématique : ils ne choisissent pas les valeurs au hasard de leurs coups de cœur, mais en respectant certaines règles de gestion qui les conduisent à retenir plutôt telle valeur que telle autre. Même s'il n'est pas question pour le particulier de s'imposer des règles aussi strictes, il est bon de savoir comment travaillent les professionnels et comment ils font leurs propres sélections. La technique du cas par cas n'est pas celle du n'importe quoi ! Un peu de rationalité n'a jamais fait de mal à personne.

Le style growth

Comme son nom l'indique, ce style de gestion est axé sur la croissance. Il s'agit de repérer les sociétés qui semblent être en mesure de profiter au mieux de la conjoncture économique des prochaines années. Dans ce cadre, on sélectionnera évidemment les valeurs généralement répertoriées comme valeurs de croissance, mais on ne s'interdira pas, au contraire, des valeurs cycliques si les deux ou trois années à venir paraissent favorables à leur activité. Seront retenues celles qui paraissent capables d'enregistrer une croissance annuelle de leur chiffre d'affaires d'au moins 5 % et de leur

bénéfice par action d’au moins 10 %. À cette occasion, on regardera un autre élément, trop souvent négligé par ceux qui ont la religion du résultat net, c’est leur capacité à générer du cash-flow (rappelons que le cash-flow correspond à la somme du bénéfice net et des dotations aux amortissements et provisions). C’est ici qu’on retrouve la différence entre les belles valeurs de croissance et les valeurs cycliques : si les secondes ont la capacité d’enregistrer de fortes hausses de leur cash-flow pendant plusieurs années d’affilée dans la période montante du cycle, les premières sont capables de garder un rythme élevé même quand l’économie est moins porteuse.

Comparativement aux autres valeurs du marché, celles que l’on peut retenir dans une gestion de style *growth* sont plus chères : leur PER ou rapport cours-bénéfice se situe au-dessus de la moyenne. C’est un pari sur l’avenir. Ce style de gestion est évidemment très adapté aux périodes fastes sur le plan économique puisque, si le choix de valeurs qui en découle a été fait correctement, il doit conduire à des performances également supérieures à la moyenne. En contrepartie, la correction peut être brutale sur ces valeurs qui se paient cher et n’ont pas le droit à l’erreur. Le plus difficile avec elles est de savoir s’en séparer à temps : lorsqu’une valeur a le vent en poupe et qu’on gagne beaucoup d’argent avec elle, on attend souvent le dernier moment (c’est-à-dire trop tard) pour la vendre ; il est tellement tentant de croire

que la tendance va se prolonger indéfiniment (c'est d'ailleurs comme cela que se forment les bulles boursières). Avec une gestion *growth*, on profite pleinement des phases d'euphorie du marché, mais on court le risque de plonger avec lui.

Le style value

La démarche intellectuelle est tout autre : il s'agit au contraire de repérer des valeurs sous-évaluées. Cela demande une étude financière approfondie de chacune. En effet, qu'est-ce qu'une valeur sous-évaluée ? C'est de la façon la plus évidente une valeur qui a un PER plus bas que la moyenne du marché ou de son secteur. Cela peut se repérer assez facilement, mais ce n'est pas suffisant. Car cette sous-évaluation par le marché peut être parfaitement justifiée. Il faut aussi pour que cette valeur mérite d'être mise en portefeuille que sa sous-évaluation soit imméritée, que la valeur intrinsèque de l'entreprise soit nettement supérieure à celle que le marché lui accorde.

Là, les analystes se servent volontiers d'un ratio dont nous n'avons pas encore parlé, celui qu'on désigne volontiers par son sigle anglais, le PBR ou Price to Book Ratio. De quoi s'agit-il ? Ce ratio permet de faire la comparaison entre le cours de Bourse et l'actif net par action. On peut aussi le calculer globalement en établissant le rapport entre la capitalisation boursière

et le total des capitaux propres. Un rapport égal à 1 montre que l'action considérée est juste évaluée au niveau de ses fonds propres ; à proximité de ce niveau, l'affaire mérite d'être étudiée de près. Un PBR bas peut indiquer que la rentabilité des capitaux propres est faible ; il peut signifier aussi que le marché appréhende mal la qualité de l'affaire.

Pourquoi acheter un tel titre ? Les raisons sont multiples. On peut estimer que la rentabilité est effectivement faible pour l'instant, mais que cela est susceptible de changer à la faveur d'un retournement du cycle. Il est possible aussi que des changements à l'intérieur même de l'entreprise (une nouvelle direction ou une nouvelle stratégie) n'aient pas encore été pris en compte par les investisseurs. Enfin, on peut penser que la Bourse a « massacré » certains secteurs ou certains types de valeurs (par exemple les valeurs moyennes, généralement les plus affectées en période de crise) et qu'elle reviendra sur son jugement après une période d'excès. De fait, on ne le dit pas assez souvent, car les financiers veulent donner d'eux une image de rationalité, mais la Bourse connaît aussi des modes. Il y a des moments où elle est prise d'un véritable engouement pour certaines valeurs et en néglige d'autres. Un rééquilibrage s'effectue ensuite. On a pu ainsi constater, après la vogue des valeurs TMT (Technologies, médias, télécommunications) jusqu'en 2000 et le

désastre qui a suivi, un retour en grâce du *brick and mortar* (de la brique et

du mortier), c’est-à-dire des entreprises jugées plus traditionnelles.

Le gestionnaire *value* croit aux vertus de l’analyse : il estime que le marché n’a pas été parfaitement efficient à un moment donné dans l’appréciation de certaines valeurs et que, forcément, il reviendra plus tard à une plus juste vision des choses. Ce qui est d’ailleurs un pari raisonnable. C’est ainsi que le marché fonctionne toujours : il commet des excès, les corrige, en commet d’autres, etc. Le problème est qu’il peut mettre du temps à corriger ses

excès ou ses erreurs et que des valeurs sous-valorisées peuvent le rester assez longtemps… De ce point de vue, la gestion *value* est une gestion éminemment sage : normalement, un gérant qui adopte ce style ne doit pas avoir en portefeuille de valeurs surévaluées ; lorsqu’un titre a retrouvé ce qu’il estime être sa valeur intrinsèque, il doit le revendre.

Fort logiquement, il s’ensuit que la gestion *value* fait en principe moins bien que le marché en période de forte hausse, mais doit faire plutôt mieux en période de baisse. Un particulier a donc intérêt à s’inspirer davantage du style *growth* dans les phases de hausse du marché, et davantage du style *value* quand les temps deviennent plus difficiles.

Le style GARP

Le lecteur avisé que vous êtes ne va pas manquer de réagir en disant : mais

pourquoi ne pas utiliser simultanément les deux méthodes ? Pourquoi ne pas concentrer son effort sur des valeurs de croissance puisque ce sont elles qui, sur la durée, sont normalement appelées à avoir les plus belles performances, mais uniquement sur celles qui sont plutôt sous-évaluées ? Bravo ! C'est bien pensé, l'idée est bonne. Bienvenue dans le monde selon GARP ! Et ce n'est pas de la littérature ni du cinéma. Des professionnels ont déjà mis au point un système de gestion nommé GARP, Growth At Reasonable Price, soit « croissance à un prix raisonnable ». Il s'agit très exactement de combiner les approches *growth* et *value*. Les valeurs retenues doivent en premier lieu offrir des perspectives de croissance supérieures à la moyenne, mais elles doivent aussi être moins bien valorisées. C'est un peu comme si on voulait avoir à la fois le beurre et l'argent du beurre. Autant dire que la sélection va être sévère et que le nombre d'élues sera relativement limité.

Pour les trouver, on passe la cote au crible du PEG. Le PEG, c'est le Price Earning Growth. Pour l'obtenir, on part du PER, le rapport cours/bénéfice bien connu qui donne une idée du prix d'une action à un moment donné : on compare alors le cours au bénéfice estimé par action de l'année présente ou de l'année suivante. Ensuite, on adopte une vision plus prospective, en se servant d'une estimation de la croissance des bénéfices à moyen terme, à un horizon de trois à cinq ans au maximum : on divise le PER par cette

estimation et on obtient le PEG, un chiffre d'autant plus intéressant qu'il sera petit. Par exemple, on compare trois valeurs qui ont toutes un PER de 12. Pour la première, on estime, au vu des performances des dernières années et de ce que l'on peut prévoir pour les prochaines, que le taux de croissance des bénéfices peut atteindre 12 % par an ; son PEG sera de 1. Pour la deuxième, le taux de croissance estimé des bénéfices est de 10 % ; le PEG sera de 1,2. Pour la troisième, la progression annuelle des bénéfices paraît devoir être limitée à 8 % ; le PEG sera de 1,5. Fort logiquement, la première,

qui a les meilleures perspectives et le plus petit PEG, sera jugée la plus intéressante. Dans notre exemple simplifié, le résultat se voit tout de suite, sans même utiliser le PEG. L'utilité du recours à ce dernier s'impose dès lors que l'on veut faire un choix entre deux valeurs n'ayant pas le même PER. Que vaut-il mieux acheter dans une logique GARP, une valeur qui a un PER de 15 et une perspective de croissance de ses bénéfices de 14 % par an, ou celle, moins chère, qui a un PER de 13 et un taux de croissance attendu de ses résultats de 11 % ? La première, bien que ce soit la plus chère, répond le PEG.

L'exercice a évidemment ses limites : comment établir des prévisions de bénéfices à moyen terme pour une entreprise en phase de retournement,

qui vient de voir ses bénéfices exploser mais ne pourra tenir ce rythme très longtemps, ou pour des valeurs très cycliques ? La gestion GARP peut difficilement s'appliquer à l'ensemble de l'univers des sociétés cotées. Pour tourner cette difficulté, des professionnels choisissent de suivre le style GARP d'une façon très particulière : ils gèrent une partie de leur portefeuille en style *growth* et compensent les risques ainsi pris au cas où un ralentissement interviendrait par la gestion d'une autre partie en style *value*. Sans vouloir minimiser les talents des professionnels, on peut dire que, sans faire de théorie et sans utiliser de termes savants, beaucoup de particuliers font la même chose de façon intuitive.

Les différentes façons d'approcher le marché

Comme pour les styles de gestion, la question de l'approche du marché peut paraître un peu théorique. L'investisseur individuel prend rarement la posture du *Penseur* de Rodin, le menton appuyé sur le dos de la main, pour se dire : mais, au fait, comment pourrais-je définir mon approche du marché ? Pourtant, là encore, il peut être utile de voir en quels termes les professionnels posent le problème et comment ils le résolvent.

L'approche top down

Une fois de plus, nous sommes repartis dans le jargon anglais. Mais il faut reconnaître que ce vocabulaire s'est imposé parce qu'il a le mérite

d’être simple et clair. Littéralement, cela signifie que l’on part du haut pour aller vers le bas. Appliquée à la Bourse, cette image signifie que l’on commence par examiner le problème vu de très haut, à partir des analyses macroéconomiques. On regarde la situation internationale, son évolution sur les derniers mois et ses perspectives pour les trimestres à venir. Après

avoir dégagé les grandes tendances mondiales, on regarde comment chaque pays devrait se comporter, quels sont ceux qui vont tirer leur épingle du jeu et ceux qui paraissent au contraire en mauvaise position. Ensuite, dans les pays sélectionnés, on identifie les secteurs qui devraient le mieux bénéficier des conditions économiques attendues ; enfin, à l’intérieur de chacun de ces secteurs, on choisit les valeurs qui semblent offrir le meilleur potentiel boursier.

Cette approche convient parfaitement à un style de gestion *growth* : la succession de filtres conduit à la sélection des valeurs qui offrent les meilleures perspectives de croissance dans les secteurs les plus porteurs et dans les pays qui avancent le plus vite.

L’approche bottom up

À l’inverse, comme son nom anglais le fait bien comprendre, cette approche

part de la base, c'est-à-dire des sociétés, avant de prendre de la hauteur et de tenir compte de l'environnement macroéconomique. Au point de départ, il y a l'entreprise, l'analyse fondamentale de son titre, la détermination de son potentiel boursier. C'est sur la base de ces critères que s'opère la première sélection. On va regarder ensuite comment l'environnement peut agir sur ces valeurs et permettre à ce potentiel de s'exprimer.

Cette approche, cela paraît clair, est parfaitement adaptée à la gestion *value*, qui accorde une place essentielle aux notions de valeur intrinsèque et de potentiels de valorisation. Et, toujours très logiquement, on en conclut que l'investisseur selon GARP est tenté d'utiliser les deux approches : il se sert de l'approche *top down* pour faire sa sélection des secteurs à privilégier dans le contexte macroéconomique du moment ; ensuite, il utilise l'approche *bottom up* pour choisir à l'intérieur de ces secteurs les valeurs qui lui paraissent avoir le meilleur potentiel boursier.

Que doit faire un particulier ?

L'examen de ces différentes catégories de titres, de styles de gestion ou d'approches du marché nous amène à un constat : il n'y a pas de miracle. Les secteurs où l'on enregistre les taux de croissance les plus rapides sont aussi ceux qui souffrent le plus quand la conjoncture se retourne, les valeurs les plus sûres sont rarement celles avec lesquelles on gagne le plus, les styles de gestion qui marchent bien dans une conjoncture donnée sont moins efficaces

dans un autre environnement, etc.

L'investisseur individuel doit en tenir compte et partir du principe qu'il n'existe pas de répartition optimale de son portefeuille ; il n'y a que des compromis plus ou moins bien adaptés aux circonstances économiques et financières du moment, compte tenu des exigences contradictoires de performance et de sécurité. Mais la leçon essentielle est qu'avant de choisir une valeur, on doit toujours se poser un minimum de questions : d'abord, est-ce vraiment le moment d'acheter, comment va l'économie, quelles sont les perspectives de marché ? Si l'on me conseille telle valeur, a-t-elle un réel potentiel de hausse, et pourquoi ? Est-il vraiment opportun de l'acquérir maintenant ? Est-ce que cela ne va pas déséquilibrer mon portefeuille en faveur de tel secteur ou de tel type de valeur ? Et, si oui, est-ce que je suis prêt à assumer les risques d'un portefeuille ayant une telle orientation ?

'OUBLIEZ PAS ! L'idée de base est simple : le meilleur portefeuille est celui que vous aurez constitué en toute connaissance de cause, après vous être solidement

N

informé, en ayant conscience des risques que vous prenez. On vous dit que votre portefeuille est un peu trop « pépère » ? Et alors ? Si vous voulez jouer la carte de la sécurité (sachant qu'avec les actions c'est de toute façon une

notion assez relative), c’est votre droit. On vous dit que votre portefeuille est trop orienté sur des valeurs appartenant à des secteurs voisins et qui risquent de plonger toutes en même temps ? Et alors, où est le problème, si c’est un choix que vous avez fait délibérément pour profiter au mieux de la dynamique du marché dans la période présente ? La situation serait réellement problématique, en revanche, si vous vous étiez mis en position très spéculative et risquée sans vous en rendre compte (ce qui était le cas de beaucoup de néophytes au début 2000 avec les valeurs TMT).

Voilà, vous en savez maintenant assez pour composer un portefeuille raisonnablement risqué. Mais cela ne doit pas vous empêcher d’aller plus loin et de jeter un œil sur la quatrième partie. Vous y ferez aussi quelques trouvailles bien utiles.

AVEC MES ÉCONOMIES, J'AI ACHETÉ DES ACTIONS POUR MES VIEUX JOURS...
...UNE SEMAINE PLUS TARD, J'AI COMPRIS QUE J'ALLAIS MOURIR JEUNE !!
CHALVIN

Quatrième partie

Pour aller plus loin

Dans cette partie…

N ous allons explorer un peu plus les possibilités offertes par la Bourse. Acheter des actions en direct, c’est la base. Mais le marché ne se limite pas aux actions.

On peut aussi acheter des obligations. Et, là, c’est un nouveau continent qui s’ouvre. Car il en existe une gamme très vaste, allant de l’obligation pure, classique, à des produits qui mêlent les caractéristiques des actions et des obligations. Et, qu’il s’agisse des obligations ou des actions, on découvrira qu’il est possible de miser sur elles sans les acheter directement, en achetant des parts de sicav ou de fonds communs de placement, ou encore des produits

qui répliquent les performances des divers indices mondiaux. On découvrira aussi des produits dits « dérivés », qui permettent de spéculer sur la hausse ou la baisse des actions avec des chances de gain (mais aussi des risques de perte) démultipliées. Enfin, comme c'est toujours le cas lorsqu'il est question d'argent, nous serons fatalement amenés à parler de fiscalité. Et nous essaierons de nous projeter dans l'avenir : le comportement calamiteux de la Bourse depuis le début du xxie siècle remet-il en cause tout ce que nous avons dit jusqu'ici, est-il vraiment raisonnable de s'intéresser aux actions et à tous ces produits financiers à risques ?

Chapitre 13

À la découverte d'un nouveau

continent : les obligations

Dans ce chapitre :

- Les raisons de s'intéresser aux obligations
- Comment s'y retrouver dans le monde des obligations
- Les emprunts d'État et les emprunts privés classiques
- Des obligations pour tous les goûts
- Les attraits des obligations convertibles
- Quelques autres curiosités

L e mot « Bourse » fait irrésistiblement penser au mot « actions ». Et pourtant, les actions ne sont pas le seul produit financier qu'on y négocie. Il s'en faut même de beaucoup. À l'échelle mondiale, le marché des obligations dépasse largement par son ampleur celui des actions. Car les entreprises ne sont pas seules à lancer des emprunts. Les États et tous les

organismes publics ou semi-publics sont de très gros émetteurs. L'actualité, avec la forte hausse des déficits et des dettes publics, est là pour nous le rappeler.

Pourquoi s'intéresser aux obligations ?

Avec les actions, nous l'avons vu dès les premières pages, l'investisseur est en quelque sorte copropriétaire de l'entreprise ; l'avenir de son placement dépend de la santé future de cette entreprise, sans limite dans le temps (tant qu'il n'a pas revendu ses actions) et sans aucune assurance de rémunération. Les obligations, elles, ne sont que des titres de créance : elles représentent des parts d'un emprunt que l'émetteur (État, collectivité locale, organisme

public ou entreprise) s'est engagé à rembourser à une date donnée. L'autre engagement pris par l'émetteur est de verser une rémunération annuelle (le coupon), dont le montant ou le mode de calcul est fixé au départ.

Des risques limités

On entend souvent dire que les obligations sont un placement sans risques. C'est évidemment faux. En matière de placements, le risque zéro n'existe pas.

Il est vrai qu'un porteur d'obligations court moins de risques qu'un porteur d'actions, mais il en prend tout de même quelques-uns, qu'il est nécessaire de connaître.

La faillite de l'emprunteur

Le risque majeur est évident : que l'emprunteur ne soit pas en mesure de rembourser ses créances, autrement dit qu'il fasse faillite. Encore faut-il préciser que, dans ce cas, si l'entreprise est liquidée, c'est-à-dire si ses actifs sont vendus, les créanciers passent avant les actionnaires et peuvent éventuellement retrouver en partie leurs fonds (mais il vaut mieux éviter de se retrouver dans cette situation !). Avec les États ou les organismes publics, le risque de faillite n'est pas nul, la crise des dettes souveraines en Europe est venue nous le rappeler, mais il est faible. Avec les entreprises privées, il existe et ne concerne pas que les plus petites, *a priori* les plus fragiles : qui aurait pensé jusqu'à ces dernières années que General Motors ou Kodak pourraient être mis en faillite ?

L'inflation

Nous l'avons vu dans la comparaison des actions avec les autres placements, l'inflation a, dans le passé, provoqué la ruine des « rentiers ». Et ce danger est imparable : si l'épargnant peut choisir l'emprunteur auquel il va prêter de l'argent, il est dépourvu face à un mouvement généralisé de hausse des prix. Non seulement la valeur réelle des coupons qu'il encaissera année après année sera de plus en plus faible, mais elle ne suffira pas à compenser la perte de pouvoir d'achat du capital qu'il retrouvera au moment du remboursement. Mais, en 1959, l'indexation du capital a été interdite

en France. Elle a toutefois été partiellement réintroduite ensuite : comme d'autres États, notamment les États-Unis, émettaient des emprunts indexés sur l'inflation très prisés par les investisseurs internationaux, une loi de juillet 1998 a autorisé le Trésor à faire de même. Ainsi sont nées les OATi et OAT€i, dont nous reparlerons.

La hausse des taux d'intérêt

Si l'on exclut la période allant de 2007 à mi-2008, pendant laquelle la hausse des cours du pétrole et des matières premières a violemment tiré vers

le haut les indices de prix, la période récente s'est caractérisée par une inflation durablement modérée. Il n'empêche que les taux d'intérêt, à court terme comme à long terme, connaissent toujours des variations assez amples, même si l'on reste très loin des niveaux atteints après le deuxième choc pétrolier de 1979. Et, pour un détenteur d'obligations, c'est un problème.

Quand le mouvement est à la baisse, le résultat est plutôt sympathique : un titre d'emprunt qui rapporte 5 % par an prend de la valeur quand les taux à long terme descendent vers 3 %. Mais, quand le mouvement a lieu en sens inverse, la conséquence est douloureuse : un titre d'emprunt qui rapporte moins que les emprunts nouveaux voit sa valeur baisser. Il y a alors un risque

de perte en capital.

Ce risque ne se concrétise pas si l'on garde son titre jusqu'à l'échéance : quoi qu'il se passe, on est remboursé du montant initialement prévu. Mais si on est obligé de vendre son obligation à un moment où sa valeur en Bourse est faible, on enregistre une perte en capital.

Une certaine sécurité

Les risques que nous venons de voir doivent être connus, mais ils doivent aussi être relativisés. Il y a des krachs obligataires comme il y a des krachs sur les actions. Ce fut le cas en 1994 lorsque la Réserve fédérale des États-Unis surprit le marché par la hausse de ses taux directeurs ou plus récemment en Europe. Mais l'ampleur des chocs que peuvent subir actions et obligations n'est pas comparable. De surcroît, les obligations offrent une rémunération connue à l'avance : pour les désigner, on parle d'ailleurs de *valeurs à taux fixe*. Le terme est un peu abusif, dans la mesure où la rémunération peut être variable ; mais, même dans ce cas, on sait à l'avance ce qui peut se produire, le mode de calcul des intérêts ayant été fixé une fois pour toutes au moment de l'émission de l'obligation.

C'est pourquoi les obligations sont un placement à privilégier pour ceux qui ne veulent pas prendre un grand risque en capital. Avec une rémunération déterminée et une date de remboursement connue, on sait assez précisément

où l’on va.

Comment s’y retrouver dans le monde

des obligations ?

À première vue, on croit avoir affaire à un placement simple. Pourtant, il ne faut pas se leurrer : le monde des obligations est effroyablement compliqué et technique. C’est, par excellence, le domaine des mathématiciens (on

parle ici des actuaires). Si l’on achète une obligation d’État pour toucher tranquillement ses coupons et la garder jusqu’à l’échéance, il n’est pas besoin de faire beaucoup de calculs. En revanche, si l’on envisage d’acheter et de vendre des obligations pour profiter des mouvements sur les taux d’intérêt, on s’achemine vers de tout autres difficultés. C’est un sport de professionnels que nous ne conseillons guère aux particuliers. Toutefois, ne serait-ce que pour acheter quelques obligations et pour comprendre ce qui se passe sur ce marché, quelques notions de base sont à connaître.

Les termes de base

Une obligation commence à produire un intérêt à partir de sa *date de jouissance* jusqu’à la *date de remboursement* (ou d’amortissement) **;** cette dernière date est aussi appelée la *maturité* de l’emprunt.

Les calculs reposent sur le *nominal*, c’est-à-dire le montant qui est inscrit sur l’obligation (ou, plus exactement, qui était inscrit, car les obligations

aussi sont désormais dématérialisées ; elles ne sont plus qu'une ligne sur votre compte titres). Si vous achetez une obligation de 1 000 €, ces 1 000 € représentent le nominal. Mais ce n'est pas forcément le prix auquel l'obligation est émise, c'est-à-dire placée dans le public.

Petite remarque : le marché des obligations n'est plus fait pour les particuliers. En tout cas, ces derniers n'ont pratiquement plus accès au *marché primaire*, autrement dit ils ne peuvent plus acheter les obligations au moment de l'émission ; ils ne savent même plus s'il y a un grand emprunt RATP, Peugeot ou Saint-Gobain en cours, comme c'était le cas auparavant. Les établissements financiers responsables de l'émission placent les titres auprès des autres établissements de la place, qui se chargent ensuite de les céder aux investisseurs institutionnels, le plus souvent au Luxembourg : caisses de retraite et compagnies d'assurances, très friandes de produits à taux fixe, ainsi qu'aux OPCVM. D'une façon générale, les particuliers n'ont donc plus accès qu'au *marché secondaire*, lors de la revente des titres, si ceux-ci sont cotés à Paris, ce qui n'est pas le cas de tous les emprunts internationaux. Encore faut-il ajouter que la plupart des échanges se font directement entre professionnels sur des marchés de gré à gré et non pas sur le marché réglementé d'Euronext.

Cette parenthèse refermée, revenons à notre sujet. Une obligation peut être émise et remboursée *au pair*, c'est-à-dire à sa valeur nominale, soit 1 000 €

dans notre exemple. Mais, pour attirer les investisseurs, l'émetteur peut très bien décider de vendre ses titres *au-dessous du pair*, donc à un prix inférieur à leur valeur nominale, et de les rembourser *au-dessus du pair*, donc à un prix supérieur à leur valeur nominale. Dans le cas d'une obligation de 1 000 € placée à 970 €, la différence de 30 € est appelée la *prime d'émission*. Si

l'émetteur s'engage ensuite à la rembourser au-dessus du pair, par exemple à 1 020 €, il y aura ce qu'on appelle une *prime de remboursement* de 20 €.

L'existence d'une prime d'émission et/ou d'une prime de remboursement a un impact sur le rendement global de l'investissement. Cela nous amène à faire la différence entre le taux facial ou *taux nominal* et le *taux actuariel* de l'emprunt. Le taux nominal est celui qui est affiché au moment de l'émission :

une obligation à 1 000 € à 5 % est une obligation qui rapporte un coupon annuel de 5 % de la valeur nominale, soit dans notre exemple 50 €. Mais, pour l'investisseur, on voit bien que ce coupon de 50 € offre en fait un rendement plus élevé si l'obligation n'a été payée que 970 €. De même, le fait d'être remboursé 1 020 € à l'échéance s'il y a une prime de remboursement contribue à relever le rendement global de l'opération. Le taux actuariel permet de déterminer le rendement réel de l'investissement. Il est précisé au lancement de l'opération si l'émission et/ou le remboursement ne sont

pas effectués au pair ; il est ensuite calculé chaque jour en fonction du cours auquel l'obligation est cotée sur le marché. Selon le niveau du cours, le taux actuariel peut être supérieur ou inférieur au taux nominal.

Le taux actuariel est fondamental, car c'est lui qui vous permet de connaître le rendement à l'échéance de l'obligation, ce qu'elle vous rapportera si vous la gardez jusqu'au remboursement. C'est en effet le taux qui vous permet de comparer la valeur de ce que vous versez aujourd'hui quand vous achetez l'obligation et la valeur actuelle de ce que vous recevrez ensuite au fil des années (les coupons annuels et le montant du remboursement).

Le taux actuariel est aussi le seul qui permette de comparer entre elles les différentes obligations. Vous avez un capital à placer que vous souhaitez récupérer, pour des raisons personnelles, dans trois ans. Vous faites le choix raisonnable de le placer en obligations et vous cherchez dans la cote des emprunts qui arrivent à échéance à la date voulue. Mais lequel choisir ? Même des émetteurs qui présentent des profils très voisins (des entreprises privées de qualité comparable) ont en cours des emprunts qui offrent des taux nominaux sensiblement différents pour la simple raison qu'ils ont été émis à des moments différents, donc dans un autre contexte de niveau des taux, pour des durées diverses (plus la durée d'un emprunt est longue, plus, normalement, sa rémunération doit être élevée). Vous observez

logiquement que ceux qui offrent les rémunérations les plus élevées sont aussi les plus chers et ne sont donc pas forcément les plus intéressants. Bref, la comparaison semble *a priori* impossible. Vous n'avez qu'un seul recours : comparer les taux actuariels. Précisons que le taux indiqué est toujours le rendement actuariel brut (avant impôts).

La lecture de la cote des obligations

La cote des obligations comporte quelques spécificités. La première indication à retenir est à l'évidence celle du nom de l'émetteur. Si l'on cherche la sécurité maximale, on regardera la rubrique des fonds d'État, puis celle des emprunts publics ou semi-publics ; certains d'entre eux portent la mention « Emprunt garanti », sous-entendu « par l'État » ; ils sont en principe de moins en moins nombreux, mais la crise est venue bousculer quelques principes et on imagine mal l'État laisser purement et simplement tomber un établissement placé sous son contrôle. Enfin, on arrive aux emprunts du secteur privé. Chaque emprunt est affecté d'un code ISIN, indispensable pour passer un ordre, car il permet d'identifier à coup sûr l'emprunt retenu (un même émetteur peut avoir plusieurs emprunts en cours). Ensuite figurent le rendement nominal de l'emprunt ainsi que les dates d'émission et de remboursement (de plus en plus souvent ne figure que la date de

remboursement), diverses caractéristiques de l’emprunt, sur lesquelles nous reviendrons, et enfin deux indications majeures que nous allons expliquer tout de suite : le cours et le coupon couru.

’OUBLIEZ PAS ! Le cours des obligations, à la différence de celui des actions, n’est pas exprimé en euros, mais en pourcentage du nominal. Cela peut paraître

N

complexe, mais c’est un élément de simplification très utile qui aide à comparer les obligations entre elles, quels que soient leur nominal et leur taux nominal. Si une obligation est cotée à 98, c’est-à-dire à 98 % de son nominal, on voit tout de suite où l’on en est, qu’il s’agisse d’une obligation de 1 € ou d’une obligation de 500 € ou 1 000 €. Si les taux à long terme fléchissent, une obligation émise antérieurement à un taux plus élevé va être très recherchée ; son prix va monter et éventuellement passer nettement au-dessus de la valeur nominale. L’indication du cours en pourcentage le révèle immédiatement. Celui qui a acheté une obligation à sa valeur nominale à l’émission voit tout de suite, si elle vaut plus de 100, qu’il est gagnant s’il la revend maintenant. À l’opposé, si les taux ont monté depuis cet achat, l’indication d’un cours nettement inférieur à 100 lui fera comprendre que ce n’est peut-être pas le meilleur moment de vendre.

Une autre indication non négligeable pour la valeur d’une obligation est

la période de l’année où l’on se situe par rapport à la date de paiement du coupon (on parle aussi de date du *détachement du coupon*, en souvenir de l’époque où les obligations se présentaient sous la forme d’un rectangle de papier accompagné d’autant de vignettes détachables, les coupons, qu’il y avait de paiements des intérêts jusqu’à leur remboursement). Il semblerait logique que l’on paie plus cher en septembre qu’en novembre une obligation dont le coupon de l’année doit être payé en octobre. Mais ce n’est pas ainsi que cela se passe. Le cours ne tient pas compte de cette indication ; il est calculé, selon la formule consacrée, *au pied du coupon*. Pour connaître la somme précise que l’on devra débourser ou que l’on recevra si l’on achète ou

vend une obligation, il faut ajouter ce qu’on appelle le *coupon couru*, c’est-à-dire la fraction du coupon annuel auquel a droit le détenteur de l’obligation à cette date, compte tenu du temps qui s’est écoulé depuis le versement du dernier coupon. Prenons l’exemple d’une obligation qui délivre un intérêt de 5 % ; s’il s’est écoulé 200 jours depuis le versement du dernier coupon, le coupon couru s’élève à 5 x 200 / 365, soit 2,739 %, qu’il faudra ajouter au cours de l’obligation. Ainsi une action qui a un nominal de 1 000, un cours de 98,2 et un coupon couru de 2,739 vous coûtera en fait 100,939 % de 1 000 €,

soit 1 009,39 €.

Ce système peut paraître compliqué, mais il a l'avantage d'être rationnel et de ne pas provoquer de chute du cours au moment du versement du coupon.

À ne pas oublier : pour les obligations, comme pour les actions, trois jours de Bourse séparent la date de transaction de la date de règlement (celle où votre compte est débité ou crédité) ; le coupon couru est calculé à la date de règlement.

Attention, le mode de passation des ordres a changé pour les obligations. Avant, on indiquait le nombre d'obligations qu'on voulait au pourcentage du nominal souhaité. Depuis le 25 octobre 2011, il ne faut plus demander un nombre de titres mais indiquer une valeur globale calculée à partir du nominal ; mais l'on renseigne toujours le prix désiré en pourcentage. Par exemple, si hier vous demandiez dix obligations dont le nominal est de 100 € au prix de 80 % du nominal, vous passiez un ordre ainsi libellé : quantité : 10, prix : 80 %. Aujourd'hui, pour la même transaction, vous devez passer votre ordre ainsi : quantité : 1 000, prix : 80 %. Comme nous le fait remarquer un investisseur, « c'est plus compliqué, moins lisible au premier coup d'œil, bref,

c'est Euronext ! »

Si toutes les obligations étaient à taux fixe avec un coupon annuel invariable et seulement des différences dues à l'existence de primes d'émission et/ou

de remboursement, les choses seraient encore relativement simples. Mais l'imagination des financiers n'a pas de limites. À partir de ce schéma de base, de multiples variantes ont été mises au point. Les unes méritent d'être regardées de près, les autres d'être simplement citées pour mémoire. Pour commencer, parlons des obligations émises par l'État, qui joue lui-même sur une gamme assez large de produits.

Les emprunts d'État

Les États sont en concurrence entre eux pour placer leurs titres d'emprunt auprès des investisseurs. Tous les investisseurs institutionnels en veulent, parce qu'ils ont besoin de placements sûrs, quitte à aller chercher ensuite un

surcroît de performance avec d'autres produits. Les États-Unis constituent la référence : leur marché est le plus vaste, le plus « profond », comme disent les spécialistes, et aussi le plus liquide, ce qui signifie qu'on n'a jamais de problèmes pour acheter ou vendre des titres du Trésor américain ; il y a toujours des vendeurs et des acheteurs. Les autres États doivent donc faire en sorte de proposer des titres au moins aussi attrayants que ceux du Trésor américain. Le Trésor français, comme les autres, a dû s'adapter. Un service spécial a été créé pour gérer la dette de l'État : il s'agit de l'AFT, Agence France Trésor, qui a son propre site, sur lequel on peut trouver toutes les

informations nécessaires sur les OAT.

Les OAT

Une *OAT* est une obligation « assimilable » du Trésor. Que signifie ce terme barbare ? C'est en fait très simple. L'État ayant constamment besoin d'argent, il émet des titres à jet continu, en jouant sur toute la gamme des durées. Pour les durées les plus courtes, il émet des bons du Trésor, les BTF, bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés d'une durée de moins d'un an, et les BTAN, bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels, jusqu'à cinq ans. Pour les durées les plus longues (jusqu'à cinquante ans !), il émet des obligations, les OAT. Pour éviter d'assécher le marché par de trop grosses ponctions, il répartit ses émissions tout au long de l'année. Mais, dans le même temps, il doit éviter de créer des emprunts trop nombreux dont chacun aurait un volume trop faible pour intéresser les investisseurs internationaux. Ainsi, chaque année, il lance par adjudication (vente à laquelle seuls les établissements financiers retenus comme SVT, spécialistes en valeurs du Trésor, peuvent participer, ceux qui offrent le prix le plus élevé emportant le plus de titres) deux emprunts à taux fixe dont les dates de versement des coupons et de remboursement sont fixées systématiquement au 25 avril et au 25 octobre ; après chacune de ces émissions, au fil des mois, il émet, toujours par adjudication, des titres identiques qui sont assimilés à ces emprunts « souches » jusqu'au moment où il estime que le volume de titres

de

chaque souche d’OAT lui confère une liquidité satisfaisante, soit entre 15 et 25 milliards d’euros.

La question de l’accès des particuliers aux OAT a été oubliée pendant quelque temps. Puis on s’est aperçu à Bercy qu’il était peut-être dangereux de compter exclusivement sur les grands investisseurs internationaux.

On a alors redécouvert les particuliers. Le système lancé en 1994 par le ministre Edmond Alphandéry leur permettait certes d’avoir accès chaque mois à des OAT à dix ans, mais il avait de nombreux inconvénients, dont une commission au taux extravagant de 2 %. Il a été revu fin 2005. Les particuliers

peuvent donc acheter chaque mois auprès de leur banque l’OAT de référence à dix ans proposée à l’adjudication, mais, surtout, ils peuvent acheter et vendre quand ils le veulent toute une palette d’OAT pour lesquelles les SVT

veillent à ce qu’il y ait en permanence sur le marché d’Euronext une liquidité satisfaisante. On parle donc maintenant des OAT « aux particuliers », qui sont

en fait les mêmes OAT que s’échangent les professionnels, avec cette seule différence que les SVT veillent à ce qu’une partie de ces titres soit disponible

pour les particuliers. Cela reste toutefois assez marginal : on estime que les particuliers ne détiennent guère plus de 1 % des OAT en circulation.

Les OAT à taux fixe ont le grand avantage de la liquidité et de la sécurité. En contrepartie, leur rémunération est modeste.

Les OAT indexées sur l'inflation

Ces OAT présentent une particularité : leur rémunération est encore plus faible que celle des autres (1,1 % par exemple pour l'OAT€i juillet 2022, toutes les OAT indexées ayant leur date de versement de coupon et de remboursement un 25 juillet). En contrepartie, le capital est indexé sur l'inflation, la référence étant soit l'indice des prix français hors tabac pour les OATi, soit l'indice des prix harmonisé de la zone euro pour les OAT€i. Chaque jour est calculé un coefficient d'indexation. Ce coefficient est utilisé pour le calcul du coupon annuel. Ainsi, pour 1 000 OAT€i 1,1 % juillet 2022, le coupon se calcule ainsi : 1,1 % x 1 000 x coefficient de la date de règlement (à titre indicatif, ce coefficient s'établissait fin 2011 à 1,04942). Enfin, le coefficient sert au calcul du remboursement du capital, avec une garantie : si jamais les prix étaient orientés durablement à la baisse et si le coefficient tombait à un niveau inférieur à 1 au moment du remboursement, l'OAT serait tout de même remboursée à 1 € (toutes les OAT ont un nominal de 1 €). En somme, cette obligation protège à la fois contre l'inflation et la déflation ; mais,

comme pour tous les placements très protecteurs, on trouve qu'elle rapporte peu… jusqu'au jour où il apparaît qu'il était avantageux d'être protégé.

Les OAT à coupon zéro

Un emprunt qui ne comporte aucune rémunération, cela peut paraître original. En fait, l'investisseur est rémunéré, mais il ne touche aucun coupon annuel. La rémunération a lieu au moment du remboursement. Elle peut prendre deux formes. Dans la formule du coupon zéro authentique, il s'agit bien d'une obligation 0 %, qui est émise nettement au-dessous du pair et qui est remboursée au pair ; la rémunération est assurée par la seule prime d'émission. Une autre forme consiste à émettre au pair une obligation à *x* %, mais le coupon annuel n'est pas versé, il est capitalisé et l'investisseur reçoit en bloc le remboursement du capital et la somme des dividendes réinvestis.

Né aux États-Unis, le coupon zéro intéresse surtout les investisseurs institutionnels pour des raisons techniques, mais aussi fiscales : comme il n'y

a pas de revenus annuels, l'imposition se fait uniquement sur la plus-value, à un taux généralement plus faible que pour les revenus.

L'État français s'est adapté à la demande en créant des obligations à coupon zéro à partir d'obligations classiques démembrées : on découpe une obligation en autant de titres qu'il y a de coupons annuels, plus un autre représentant le capital (on dit aussi le *principal*). On obtient ainsi des

certificats d’intérêt et un certificat de principal. Ce certificat de principal à 0 %, vendu avec une prime d’émission, représente une OAT à coupon zéro, appelée aussi *OAT de capitalisation*, toujours remboursée au pair, soit 1 €. L’OAT coupon zéro est très sensible aux mouvements sur les taux d’intérêt, surtout dans la période où elle est loin de sa maturité, mais elle peut convenir à un investisseur qui n’a pas besoin de toucher des intérêts et veut simplement avoir la certitude qu’il disposera d’un capital d’un montant donné à une date donnée.

Des obligations pour tous les goûts

Répétons-le : l’État est en théorie la meilleure signature qui soit. C’est vers lui qu’on se tournera si on cherche la sécurité maximale. Ses emprunts comptent aussi parmi les plus accessibles aux particuliers. En contrepartie de la sécurité, l’État offre les taux d’intérêt les plus faibles du marché. Si l’on veut chercher des rendements plus élevés, il faut chercher du côté des émetteurs du secteur privé. Seul problème, nous l’avons vu : beaucoup d’emprunts privés ne sont plus cotés à Paris et ne sont accessibles à l’émission qu’aux professionnels. Pour acheter ces obligations, le particulier doit s’adresser à l’établissement qui gère son compte titres. Un conseil : négocier les frais de transaction avant de passer son ordre !

Pour les emprunts privés, la question de la note est d’une importance

capitale. Les agences de notation ont des systèmes de notation différents, mais entre lesquels existent des correspondances. Ainsi, du triple A des trois agences au Bbb3 de Moody's ou au BBB- de Standard & Poor's et de Fitch, on est dans la catégorie *investment grade* : ce sont des obligations offrant toutes plus ou moins un degré de sécurité suffisant pour que les investisseurs institutionnels les achètent. Au-dessous, on sort de cette catégorie pour entrer dans le *non investment grade* ; on parle d'« obligations spéculatives » ou « à haut rendement » (partant du principe universel selon lequel le risque doit être rémunéré) ; de façon plus crue et imagée, on parle aussi de *junk bonds*, ou obligations pourries. Jusqu'en janvier 2012, les emprunts à long terme du Trésor français étaient notés AAA par les trois agences ; Standard & Poor's a ramené sa note à AA +. Pour une société privée, un triple B est considéré comme une note correcte.

Chapitre 13 : À la découverte d'un nouveau continent : les obligations *269*

Les emprunts, comme les actions, peuvent être cotés en continu, de 9 heures du matin à 17 h 30, s'ils sont l'objet d'échanges fournis, les autres n'ayant droit qu'à deux fixages quotidiens. Cette indication figure dans la cote. De la même façon que l'État pour les OAT, certains émetteurs privés se sont préoccupés d'avoir un marché liquide pour leurs titres ; ils ont passé des contrats d'animation avec des intermédiaires financiers chargés d'assurer ce

service. Cette indication-là figure aussi dans la cote.

Les obligations à taux variable ou révisable

Une obligation, nous l'avons vu, peut voir son cours varier assez fortement en

fonction des mouvements observés sur les taux d'intérêt. Mais, si son propre taux de rémunération suivait ces mouvements de marché, le cours n'aurait plus de raison de varier dans des proportions importantes et le capital serait protégé. C'est le principe des emprunts à taux variable ou révisable. Dans le premier cas, celui du taux variable, chaque coupon annuel est calculé en fonction des taux enregistrés au cours des mois précédents. Dans le second cas, celui du taux révisable, on détermine à des dates prévues à l'avance le ou les coupons suivants en fonction des derniers taux observés. Les références sont déterminées à l'émission : il peut s'agir de taux à court terme (les taux du marché monétaire) ou de taux à long terme, comme le TME, taux moyen mensuel des emprunts d'État sur le marché secondaire, ou le TMO, taux moyen mensuel obligataire du marché primaire.

La protection du capital a un coût : le rendement est plus faible que celui d'un emprunt à taux fixe. Ce type d'emprunt ne rencontre plus guère de succès ; c'est un marché assez étroit.

De la même façon, il existe des emprunts avec toutes sortes de clauses : certains emprunts peuvent être remboursés par anticipation au gré de

l’émetteur (au détriment potentiel du souscripteur) ou du porteur, ou des deux. On a vu aussi des emprunts à taux fixe qui pouvaient être échangés contre des emprunts à taux variable et vice versa. Ce n’est plus tout à fait d’actualité : les professionnels n’ont pas besoin qu’on leur offre toutes ces possibilités, ils font leurs propres arbitrages eux-mêmes.

Les titres participatifs

Sous ce vocable ésotérique se cachent des obligations d’une nature particulière : les titres participatifs ne sont pas remboursables, du moins pas à une date déterminée, ce qui leur donne un petit air de rente perpétuelle fleurant bon le xixe siècle (une clause du contrat d’émission précise cependant à quelles conditions ils peuvent être remboursés au gré de l’émetteur). Comme ils ne sont pas remboursables en théorie, ils

ont l’avantage de ne pas être comptabilisés en dette mais d’être assimilés à des fonds propres de l’entreprise. Ce titre hybride est né au début des années 1980 lorsque le gouvernement de l’union de la gauche, après avoir nationalisé des entreprises industrielles ou financières, a eu besoin d’augmenter leurs fonds propres mais n’en avait pas les moyens ; ne voulant pas ouvrir le capital à des investisseurs privés, il a eu recours à ce petit stratagème dont l’utilisation a été permise aussi aux établissements de type

coopératif ou mutualiste.

Les titres participatifs ont été d'autant mieux accueillis que leur rémunération était souvent généreuse, avec une partie fixe et une partie variable indexée sur le résultat ou le chiffre d'affaires, avec un plafond et un minimum garanti. Puis les temps ont changé, les privatisations sont arrivées et aucun titre participatif n'a été émis depuis 1989. Dix-sept sont encore cotés à la Bourse de Paris et le marché s'enflamme de temps en temps pour l'un d'entre eux quand circulent des rumeurs d'un prochain remboursement ; le titre participatif Renault est l'un de ceux qui suscitent le plus d'intérêt.

Les titres subordonnés et super-subordonnés

Encore une catégorie de titres un peu particulière ! Ce sont aussi des obligations qui ressemblent à des rentes perpétuelles. Ces titres peuvent mériter doublement leur nom : subordonnés, parce que, en cas de faillite, leur remboursement est subordonné à celui de tous les autres créanciers et parce que, éventuellement, leur rémunération est soumise à d'autres conditions, comme celle de la réalisation d'un bénéfice ou du paiement d'un dividende aux actionnaires. Ces quasi-fonds propres peuvent prendre la forme de TSDI, titres subordonnés à durée indéterminée, ou de TSR, titres subordonnés remboursables.

Utilisés principalement par les banques, ils ont vu leur gamme s'étendre

à des titres super-subordonnés autorisés par la loi de sécurité financière d'août 2003 pour permettre aux sociétés de renforcer leurs fonds propres. Des entreprises industrielles comme Michelin y ont eu recours. Ces titres super-subordonnés doivent être permanents ou, en tout cas, leur remboursement anticipé ne peut être décidé qu'à l'initiative de l'émetteur. En cas de liquidation, leur remboursement est évidemment subordonné à celui de tout autre emprunt (y compris les titres participatifs). Quant au paiement des intérêts, il est laissé à l'entière discrétion de l'émetteur, par exemple dans le cas où aucun dividende ne serait versé ; il est même proscrit s'il devait compromettre le respect par l'entreprise de ses obligations prudentielles (respect d'un certain rapport entre ses engagements et ses fonds propres, pour une banque ou une compagnie d'assurances). En plus, en cas de pertes, l'émetteur a la possibilité de réduire le nominal de ces titres.

Chapitre 13 : À la découverte d'un nouveau continent : les obligations

271

Voilà *a priori* des emprunts qui n'ont pas de quoi susciter un grand intérêt de la part des particuliers. Alors, pourquoi vous en parler ? Pour votre culture financière et pour vous permettre de comprendre l'actualité ! Car c'est cette formule des titres super-subordonnés à durée indéterminée (TSSDI) qui a été retenue par l'État pour venir renforcer les fonds propres des banques lors de la dernière crise financière, à l'automne 2008. Les grands établissements

français ont été invités à émettre des titres super-subordonnés qui ont été achetés par l'État ou, plus exactement, par la SPPE, Société de prises de participation de l'État. Dès qu'ils l'ont pu, ils se sont d'ailleurs empressés de rembourser ces titres qui leur coûtaient fort cher, entre 8 % et 9 % l'an. Contrairement à ce qu'on entend souvent dire, l'État n'a pas fait de cadeaux aux banques !

Pour jouer sur deux tableaux : les obligations convertibles en actions

Est-il possible de concilier l'inconciliable, le rendement d'une obligation avec la perspective de plus-value d'une action ? Comme vous avez bien lu ce qui précède et que vous avez compris qu'il est difficile de poursuivre deux objectifs financiers en même temps, vous êtes tenté de répondre non. Vous avez raison : ce produit miracle n'existe pas. Pourtant, il en existe un, à mi-chemin entre l'obligation et l'action, qui vaut le détour : c'est l'obligation convertible en actions.

Comment se présente une obligation convertible ?

C'est une obligation comme les autres, avec un coupon annuel, mais, à tout moment, vous avez le droit le droit de l'échanger contre une ou plusieurs actions de la société émettrice, selon une parité de conversion définie à

l’avance. À l’échéance de l’emprunt, si vous détenez encore l’obligation, vous devez faire un choix : ou vous demandez à être remboursé, ou vous demandez à échanger votre titre. Ce choix n’est pas très compliqué : il est dicté en réalité par le cours de l’action.

Prenons un exemple fictif simple. Nous sommes en 2012, une entreprise émet au pair des obligations convertibles 4 % à 100 € remboursables également au pair en 2018 avec possibilité de les convertir en actions de la société à raison de 1 pour 1. À ce moment-là, son action vaut 60 €.

Vous en achetez dix et vous attendez de voir comment la situation évolue tout en touchant vos coupons annuels. En 2018, à l’échéance, vous constatez que l’action n’a réussi à monter que jusqu’à 95 € : vous choisissez évidemment de retrouver votre capital de 1 000 €. En revanche, si l’action est montée à 140 €, vous demandez la conversion et vous vous retrouvez avec dix actions valant 1 400 €.

Pourquoi s’intéresser aux convertibles ?

En apparence, c’est très simple. Dans la pratique, c’est un peu plus compliqué. Dans notre exemple, nous avons donné le point de départ et le point d’arrivée, ou, plus exactement, deux possibilités de point d’arrivée.

Mais que va-t-il se passer entre ces deux dates ? Comment va évoluer le cours

de l’obligation convertible ? Comme c’est une obligation, on devine qu’elle va évoluer au rythme des taux d’intérêt et du cours des obligations à taux fixe. Comme elle donne la possibilité d’avoir accès à une action, on imagine que son cours va aussi être influencé par celui de cette action. Le résultat de ces influences est complexe. Comment, au fil des années, faudra-t-il faire ses calculs pour savoir si l’on a intérêt à conserver cette obligation, à la vendre ou à demander sa conversion ? Les calculs peuvent être encore compliqués par le fait que la société aura peut-être, avant 2015, émis des actions gratuites ou divisé par deux le nominal de son action, ce qui entraînera un changement du calcul de la parité de conversion, et que l’obligation donnera peut-être le droit à 1,1, 1,2 ou 2 actions.

Tout se passe comme si on avait deux produits en un : d’une part, une obligation classique à taux fixe ; d’autre part, une option d’achat d’action (ce qui nous fait anticiper sur un prochain chapitre où nous parlerons de ces options, qui sont un droit d’acheter une action à un prix déterminé à une date fixée à l’avance). C’est si vrai que des gérants professionnels, faute de toujours trouver sur le marché des obligations convertibles en quantité suffisante à un prix intéressant, créent des convertibles « synthétiques », associant un emprunt classique à une option.

Pour les entreprises, l’obligation convertible est intéressante. Puisque,

comme nous venons de le voir, elles proposent en fait deux produits en un, cela leur permet d'assortir leur emprunt d'un taux d'intérêt plus faible. Et, à l'échéance, si l'évolution du cours le permet, au lieu d'avoir à rembourser leur dette, elles la transforment en capital. C'est une bonne opération. Éventuellement, les entreprises peuvent faire figurer dans les conditions d'émission une clause leur permettant de procéder à un remboursement anticipé dans certaines conditions et à certaines dates. Si le cours de leur action s'envole, elles ont intérêt en effet à procéder rapidement au remboursement ou à la conversion.

Chapitre 13 : À la découverte d'un nouveau continent : les obligations

273

Pour l'investisseur qui garde ses titres jusqu'au bout, dans le pire des cas, celui du remboursement, cela est un placement obligataire d'un rendement modeste. Dans le meilleur des cas, celui d'une forte montée des cours, c'est une belle plus-value en capital, avec de surcroît un rendement pendant la durée de l'emprunt probablement supérieur à celui qu'aurait pu procurer l'action correspondante.

Précision utile : compte tenu de leur nature hybride, les obligations convertibles ne sont pas cotées en pourcentage comme les autres obligations, mais en euros. Cela permet de comparer leur cours avec celui

de l’action correspondante ou, plus exactement, avec le prix de conversion (cours de l’action multiplié par la parité de conversion). Cette différence s’appelle la *prime*. Dans la fin de vie de la convertible, la prime a forcément tendance à diminuer et le cours à se rapprocher du prix de conversion.

Quand le parachute ne s’ouvre pas…

Pourquoi l’obligation convertible bénéficie-t-elle d’une prime ? Du fait de son caractère d’obligation. Quand le marché anticipe une hausse de l’action, le cours de la convertible monte et la prime se tend : l’investisseur a en effet la perspective de faire un gain appréciable et, contrairement au détenteur de l’action, il bénéficie d’une grande sécurité. L’action peut retomber, la chute de la convertible sera ralentie par sa nature obligataire : c’est ce qu’on appelle l’« effet parachute ». On ne sait pas jusqu’où peut tomber l’action. L’obligation, elle, trouvera un cours plancher : celui auquel elle offre un rendement actuariel égal à celui des obligations classiques comparables. Le problème est évidemment que ce cours plancher varie en fonction des conditions de marché et qu’il nécessite des calculs actuariels assez complexes. En tout cas, cela justifie une prime au profit de la convertible.

En général, le parachute fonctionne correctement. Mais il y a des exceptions. L’année 2008 en fut une. Si l’on se réfère à l’indice Exane des obligations

convertibles européennes, la chute a été de 20,6 % alors que même dans les mauvaises années 2001 et 2002 la baisse des cours n'avait jamais dépassé 8,9 %. Compte tenu du repli des marchés boursiers, on comprend bien que la partie option d'achat d'action n'a été d'aucun secours. Mais on aurait pu s'attendre à une meilleure résistance de la partie obligation. Manque de chance, il s'est produit un phénomène de fuite vers la qualité d'une intensité exceptionnelle : les investisseurs se sont rués sur les emprunts d'État, jugés les seuls à offrir une réelle sécurité par temps de crise, et ont fui les obligations du secteur privé. De surcroît, des fonds spéculatifs, pris à la gorge, ont été amenés à procéder à des ventes forcées. Résultat, les *spreads* se sont envolés : fin 2008, l'écart de rémunération entre les emprunts d'État et ceux

des sociétés privées les mieux notées dépassait 4,5 % alors que, en moyenne, il est inférieur à 1 %. Les cours des obligations classiques, et avec eux ceux

des convertibles, ont donc chuté d'une manière tout à fait inhabituelle. Phénomène historiquement rare, au lieu d'une prime, les obligations convertibles ont enregistré une décote par rapport à leur prix de conversion (les décotes, quand il y en a, sont généralement très faibles et ne durent pas longtemps). Mais une chute historique a au moins une contrepartie : elle offre une occasion unique de revenir sur le marché dans de bonnes conditions.

À quelles convertibles s'intéresser ?

Dans les commentaires que vous pourrez lire sur l'actualité des obligations convertibles, vous verrez qu'on en distingue souvent trois catégories : les convertibles obligations, les convertibles actions et les convertibles mixtes. Cette distinction repose pour l'essentiel sur leur différence de sensibilité aux mouvements enregistrés sur les actions correspondantes ou, pour parler comme les spécialistes des options, sur les actions sous-jacentes. Par exemple, on dira qu'une obligation convertible a une sensibilité de 50 % si son cours monte de 5 % quand celui de l'action monte de 10 %. En fait, il n'y a pas trois sortes d'obligations convertibles, il y a simplement des convertibles qui ont des comportements différents tout au long de leur vie :

✓ **Les convertibles obligations sont généralement des convertibles en début de vie, encore loin de leur échéance, à un moment où le cours de l'action est trop bas pour qu'une conversion puisse être envisagée.** Dans ces conditions, elles se comportent comme des obligations classiques et leur sensibilité est inférieure à 30 %. Si une convertible est encore classée dans la catégorie obligations à quelques mois de son échéance, c'est très mauvais signe : cela veut dire que l'action correspondante a eu un parcours décevant et qu'il y a très peu de

chances de pouvoir envisager une conversion.

✓ **Les convertibles actions, au contraire, ne sont généralement plus très loin de leur échéance,** et le cours de l'action sous-jacente a monté de telle façon que c'est très vraisemblablement le choix de la conversion, avec une plus-value à la clé, qui s'imposera à ce moment-là. Ces convertibles ont une sensibilité supérieure à 70 %.

✓ **Les convertibles mixtes, comme leur nom l'indique, se situent entre ces deux catégories.** Ce sont souvent des convertibles qui sont à mi-parcours et dont on ne sait pas encore comment elles vont évoluer ; le cours de l'action sous-jacente est en tout cas suffisamment élevé pour laisser entrevoir la possibilité d'une conversion et donc d'une orientation vers la catégorie actions. Leur sensibilité est comprise entre 30 et 70 %. Pour un investisseur, c'est un moment particulièrement intéressant et une façon de jouer la hausse de l'action tout en bénéficiant d'un parachute.

Chapitre 13 : À la découverte d'un nouveau continent : les obligations

275

Un bon exemple de convertible : l'Océane Ingenico

Comment un placement obligataire peu risqué en janvier 2006, mais l'action ne s'arrête pas peut se transformer en une bonne affaire : là. En juin 2007, il est annoncé que la parité de c'est ce que montre l'exemple des Océanes

conversion est portée à 1,005. Fin 2007, début Ingenico remboursées par anticipation en 2008, Ingenico procède au rachat de 1 mil ion février 2008. Le 26 avril 2005, le cours de clôture d'Océanes et en échange plus de 143 000

d'Ingenico s'élève à 12,31 €. Le lendemain, la contre des actions existantes qu'el e détenait.

société annonce le lancement d'une émission En janvier 2008, alors que le cours est passé d'Océanes d'un montant de 80 mil ions d'eu- à plus de 20 €, Ingenico annonce le 21 qu'el e ros. Ces obligations ont une valeur nominale procédera le 21 février au remboursement de 15,40 € ; el es sont émises au pair, seront anticipé de l'emprunt. Les porteurs d'Océanes remboursées au pair le 1er janvier 2012 et ont ont jusqu'au 12 février (sept jours de Bourse un taux d'intérêt de 2,75 % par an à compter avant le remboursement) pour se prononcer en du 4 mai 2005, date de jouissance. Les porteurs faveur d'une conversion en actions ; sinon, ils peuvent se faire rembourser par anticipation le toucheront 15,46 € (le pair plus le coupon couru 1er janvier 2009 ou le 1er janvier 2010 ; ils peuvent depuis le dernier dividende, c'est-à-dire depuis aussi demander la conversion ou l'échange en le début de l'année).

actions à tout moment, avec une parité de 1 pour

1. Quant à la société, el e se réserve notamment Le choix est évident : à 99,8 %, les porteurs des la possibilité de procéder à un amortissement obligations encore en circulation opteront pour anticipé si l'action excède 130 % de la valeur la conversion, à laquel e Ingenico répondra par nominale des obligations (soit 20,02 €) à l'ou- la création d'actions nouvel es.

verture du marché pendant dix jours de Bourse Incontestablement, ceux qui ont souscrit à consécutifs. Les obligations sont placées auprès l'émission de ces Océanes ont fait une bonne des investisseurs institutionnels le jour même affaire. Après, tout dépend de ce qu'ils ont fait de l'annonce de l'opération et dans le public de leurs titres. Si l'action a chuté avec les autres entre le 28 avril et le 2 mai.

dans les moments de panique généralisée (fin

Ensuite, le cours de l'action monte assez 2008 et à l'été 2011), el e s'échangeait à plus rapidement. Le seuil des 15,40 € est franchi de 30 € au début de 2012.

En résumé, le particulier a le choix d'acheter la convertible à l'émission, et de faire ainsi un pari peu risqué sur l'avenir boursier à moyen terme de la société, ou quand elle est encore dans sa période mixte. En la payant cher à quelques mois du remboursement, il prend davantage de risques.

Et voguent les Océanes

Une *Océane* est une obligation convertible et/ou échangeable en actions nouvelles ou existantes. Voilà qui paraît bigrement compliqué ! En réalité,

c'est très simple : c'est une obligation convertible comme les autres, à ceci près qu'elle laisse encore plus de liberté à l'émetteur. Au moment de la conversion, il n'est pas contraint de créer des actions nouvelles, il peut remettre au porteur de l'Océane des actions qu'il a rachetées sur le marché ou qu'il avait déjà en autocontrôle. En fonction de leurs besoins en fonds propres, les dirigeants peuvent ainsi faire le choix d'une augmentation plus ou moins forte de leur capital. Pour l'actionnaire, une conversion partiellement ou totalement réalisée à partir d'actions existantes lui permet de ne pas être trop « dilué ». La seule difficulté est pour les analystes : comment estimer les futurs bénéfices par action quand on ne sait pas

combien il y aura d’actions en circulation à l’échéance des Océanes ? Depuis l’apparition des Océanes en 1998, pratiquement toutes les émissions de convertibles s’effectuent sous cette forme. Et toutes ces émissions prévoient des possibilités de remboursement anticipé. Autrement dit, si l’on est tenté par ce type de placement, il est fortement conseillé de souscrire à l’émission.

Quelques variantes pour finir

On compte encore d’autres types d’obligations plus ou moins intéressantes pour l’investisseur. Certaines sont un peu délaissées, au moins provisoirement.

✓ **Les obligations échangeables.** Il s’agit d’une forme d’obligation convertible. Dans ce cas, au lieu de pouvoir convertir l’obligation en actions de l’émetteur, on peut l’échanger contre des actions d’une autre société. Cela peut se produire si une société veut alléger sa participation dans une autre entreprise : en émettant des obligations échangeables contre ces actions qu’elle a déjà en portefeuille, cela lui permet d’encaisser par anticipation le produit de la cession.

✓ **Les obligations remboursables en actions (ORA).** C’est encore une forme de convertible, mais beaucoup moins intéressante pour l’investisseur. Car, dans ce cas, il n’a pas le choix : la conversion en

actions est obligatoire à l'échéance. Cette formule peut être combinée avec la précédente : on est alors obligatoirement remboursé en actions d'une autre société. L'ORA est évidemment intéressante pour l'émetteur, qui peut tout de suite intégrer le produit de la vente des obligations dans ses fonds propres. Pour l'investisseur, le risque est élevé. On en trouve plus d'une dizaine cotées sur le marché de Paris.

✓ **Les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA).** Dans ce cas, l'obligation est accompagnée d'un bon permettant de souscrire à une action nouvelle de la société à un prix donné pendant une période

donnée. On peut en trouver des variantes avec des bons donnant droit à des actions déjà existantes de cette société, d'une de ses filiales ou de sa société mère. Les deux titres sont cotés séparément : d'un côté l'obligation, de l'autre le droit de souscription. C'est une formule qui a eu son heure de gloire, mais qui est passée de mode.

Ainsi se termine notre exploration du monde des obligations. Certains vous diront que c'est un univers facilement accessible, puisqu'on peut trouver sur le marché beaucoup d'emprunts cotés que l'on peut acheter de chez soi, muni de leur code ISIN. Notre opinion est un peu plus nuancée. C'est vrai

pour les emprunts d'État et les convertibles, mais beaucoup d'emprunts privés parmi les plus intéressants ne sont pas cotés à Paris ou ne peuvent être obtenus qu'à partir de montants assez importants (on parle de *quotités*) de l'ordre de 50 000 €. De surcroît, la gestion active d'un portefeuille obligataire est très technique. Si, vraiment, on veut en avoir un, il est peut-être plus raisonnable de passer par le biais de l'assurance vie ou par les OPCVM, organismes de placement collectif, dont nous allons parler dans le prochain chapitre.

Un fait nouveau est toutefois à signaler. Au début de 2009, beaucoup d'entreprises ont émis des actions pour renforcer leurs fonds propres ou ont lancé des emprunts importants afin d'assurer leur financement à un horizon de plusieurs années. Dans ce contexte, EDF a lancé le 17 juin un grand emprunt public pouvant être souscrit dans toutes les agences bancaires et destiné à être ensuite coté à Paris. Plusieurs régions (Pays de la Loire, Auvergne, Limousin) et des sociétés de taille modeste ont suivi le mouvement. Les grands groupes cotés, eux, n'ont pas changé leurs habitudes. Mais au début de 2012, le Crédit foncier a lancé dans le public un emprunt à six ans qui pourrait marquer le début d'un regain d'intérêt pour cette procédure de la part des émetteurs. De surcroît, des réflexions étaient en cours à NYSE Euronext pour créer une plate-forme obligataire destinée à accueillir les emprunts lancés par les entreprises de taille moyenne à

destination des fonds spécialisés et aussi des particuliers.

Si en effet, compte tenu des contraintes réglementaires qui pèsent sur elles, les banques sont amenées à restreindre leur distribution de crédits aux entreprises, celles-ci vont devoir faire davantage appel aux marchés. Et dans ce cas, elles vont peut-être se montrer un peu plus attentionnées envers les investisseurs individuels…

Chapitre 14

Dans la galaxie des sicav, FCP et autres trackers

Dans ce chapitre :

- Les définitions et les règles de base
- Les grandes familles d'OPCVM
- L'engouement pour les trackers

C 'est décidé : la Bourse, les actions, les obligations, tout cela vous intéresse. Mais vous n'avez pas trop de temps à consacrer à la gestion d'un portefeuille. Ou alors, vous vous sentez un peu à l'étroit sur le marché français, vous aimeriez profiter des capacités de rebond des sociétés américaines ou du dynamisme des entreprises chinoises ou brésiliennes, mais vous vous voyez mal partir seul à l'assaut des Bourses de New York, Shanghai ou São Paulo. La solution ? Recourir aux services

des professionnels, qui gèrent pour vous des fonds investis dans tous les produits financiers possibles et imaginables aux quatre coins du monde. Mais, là, un autre problème surgit : très vite, vous vous rendez compte que vous entrez dans une galaxie peuplée d'un nombre incroyable d'étoiles qui brillent toutes plus les unes que les autres. Et le souvenir d'arnaques fameuses portant sur des milliards de dollars vous fait aussi craindre de tomber dans quelque trou noir. Comment vous y retrouver ?

C'est vrai, au cours des dernières années, la gestion d'actifs pour compte de tiers (l' *asset management* comme on dit dans les milieux informés) a pris des dimensions considérables. Et, avec l'ouverture des frontières à l'intérieur de l'Union européenne, même les banquiers qui ne sont pas établis en France peuvent venir vous faire des propositions. Ces propositions sont-elles toutes honnêtes ? Disons qu'il y en a qui sont plus intéressantes que d'autres ou, en tout cas, qui conviennent plus que d'autres à vos besoins. Voyons comment il est possible de retrouver son chemin au milieu de cette offre pléthorique.

La gestion collective, ce n'est pas la jungle

Dans un monde qui manque de régulations, les Français en particulier et les Européens en général ne peuvent pas se plaindre : si le marché est de plus en plus ouvert, tout le monde ne peut pas vendre n'importe quoi à n'importe qui n'importe comment. Il y a des règles du jeu. Certains se plaindront

sans doute de ne pas avoir accès aussi facilement qu'ils le souhaiteraient à des sicav luxembourgeoises ou à des fonds spéculatifs (ou alternatifs, pour employer un langage plus neutre) basés dans des paradis fiscaux plus lointains, mais la réglementation a au moins certains avantages : en matière de produit financier, normalement, si l'on a pris la précaution de s'informer correctement, on sait ce qu'on achète et à qui. Encore faut-il connaître quelques définitions et quelques règles de base.

Les OPCVM

Ce sigle peu élégant désigne les organismes de placement collectif en valeurs mobilières. On en compte deux grandes catégories :

✓ **Les sicav ou sociétés d'investissement à capital variable.** Ce sont des organismes ayant la personnalité juridique, c'est-à-dire que ce sont des sociétés dont les investisseurs achètent et vendent les actions.

✓ **Les FCP, fonds communs de placement.** Eux n'ont pas la personnalité juridique et émettent simplement des parts que les investisseurs achètent et revendent.

Au-delà de cette question de statut juridique, sicav et FCP présentent aujourd'hui peu de différences, si ce n'est la taille : le montant des capitaux exigés lors de la création est plus important pour une sicav que pour un FCP. La sicav sera donc un outil adapté pour investir sur de grosses

capitalisations à l'échelle du continent ; le FCP conviendra mieux à des placements en valeurs petites ou moyennes à l'échelle du pays (une masse financière trop importante serait d'ailleurs un handicap pour ce genre d'opérations, et il est fréquent que des FCP très spécialisés soient fermés à de nouvelles souscriptions quand ils atteignent une certaine taille).
Dans tous les cas, il est fait mention du nom de la société de gestion (il peut s'agir d'une équipe restreinte de gérants) et du dépositaire (généralement un établissement financier important et connu), chargé de la conservation des titres dans lesquels l'OPCVM investit et du contrôle de la régularité des décisions prises par la société de gestion.

Chapitre 14 : Dans la galaxie des sicav, FCP et autres trackers

281

Le prospectus d'information ou le DICI

En matière de placements, votre liberté est quasiment illimitée : vous pouvez placer votre argent où vous le voulez, dans les fonds que vous voulez, dès lors que vous agissez en parfaite transparence et que vous n'oubliez pas de déclarer vos revenus au fisc… Mais un fonds ne peut être proposé aux épargnants français que s'il a reçu l'agrément de l'AMF. Pour recevoir cet agrément, la société de gestion (elle-même agréée par l'AMF) doit prendre certains engagements, dont celui de remettre préalablement à l'épargnant un

document simplifié d'information et lui donner la possibilité d'avoir accès à une note détaillée.

Ce document simplifié, c'est le prospectus. Mais depuis la mise en œuvre en juillet 2011 de la quatrième directive européenne OPCVM (on parle aussi de la directive UCITS IV, pour *undertakings for collective investment in transferable securities*), le prospectus est remplacé par le DICI, ou document d'information clé pour l'investisseur, conçu de telle façon qu'il doit donner,

de manière rapide, en deux ou trois pages, toutes les informations de base que l'épargnant doit connaître avant de souscrire, selon des règles unifiées à l'échelle de l'Union européenne.

Pour les nouveaux OPCVM, le DICI est obligatoire. Pour les OPCVM existant

dits coordonnés, c'est-à-dire commercialisés dans plusieurs pays d'Europe, il doit avoir remplacé le prospectus simplifié le 1er juillet 2012 ; pour les autres OPCVM, la date impérative de remplacement est le 1er juillet 2013.

Que trouve-t-on dans le DICI ? D'abord, on s'en doute, la description des objectifs et de la politique de placement de l'OPCVM, faite de façon claire et compréhensible pour le commun des mortels, avec des précisions sur un certain nombre de caractéristiques : l'indicateur de référence, par exemple le CAC 40 si c'est l'indice que le gérant essaie de suivre ou de battre, la nature exacte des instruments financiers qui pourront être mis dans l'OPCVM (il

est indispensable de le savoir pour apprécier les risques que l'on prend), les techniques de couverture ou d'arbitrage qui pourront éventuellement être utilisées, la destination des revenus du fonds (sont-ils distribués ou capitalisés ?), la durée de placement recommandée et la façon dont s'effectue le rachat des parts ou actions. Ensuite, le DICI doit apporter des précisions sur le profil de risque et de rendement, avec un classement sur une échelle de 1 à 7, le risque étant forcément plus élevé si le rendement potentiel est lui-même plus élevé. Un autre point important concerne les frais prélevés à l'entrée et à la sortie, plus les frais de gestion courants et, le cas échéant, les commissions de performance. Enfin, le document doit comporter une présentation des performances passées et des informations pratiques (catégorie juridique, nom du dépositaire, etc.).

La note détaillée et les rapports de gestion doivent pouvoir se trouver sur le site de la société de gestion ; de toute façon, il est possible de les obtenir sur le site de l'AMF.

Précision : l'agrément de l'AMF n'est pas un label de qualité. Il ne préjuge en rien de la bonne gestion du fonds et de ses performances futures. Il signifie simplement que ceux qui commercialisent ce fonds ont fourni toutes les informations requises.

La valeur liquidative et les frais

’OUBLIEZ PAS ! La valeur liquidative d’un OPCVM est la valeur de l’action ou de la part ; c’est le prix auquel on peut l’acheter ou le vendre à une date donnée. Selon le type

N

de fonds ou de sicav, la valeur liquidative est calculée de façon quotidienne, hebdomadaire, bimensuelle ou mensuelle (cette précision figure dans le prospectus). La fréquence de la date de calcul de la valeur liquidative prend une importance particulière au moment de la vente (la société de gestion parle de rachat puisque, de son point de vue, elle rachète vos parts ou actions). Et à ce moment-là, il faut faire aussi très attention aux dispositions prévues par la société de gestion en ce qui concerne le jour et l’heure limites pris en compte pour l’exécution des ordres. Prenons l’exemple d’un fonds pour lequel la société de gestion ne produit de valeur liquidative que le lundi et n’accepte les ordres de vente que jusqu’au vendredi à midi. Si vous faites parvenir votre ordre de vente le vendredi après-midi, la valeur liquidative retenue ne sera pas celle du lundi suivant, mais celle du lundi d’après ; si vous ajoutez à cela les délais de règlement (en général un maximum de cinq jours après le calcul de la valeur liquidative), vous risquez de ne recevoir votre virement que deux semaines après avoir donné votre ordre de vente.

À la valeur liquidative, il faut ajouter, à l’achat, des frais de souscription (les *frais d’entrée*), et, à la vente, il faut déduire des frais de rachat (les *frais de sortie*), toujours exprimés en pourcentage.

Ces frais ne sont pas les seuls : les gérants et le dépositaire sont rémunérés, le fonds a des frais de fonctionnement, de transactions, de commercialisation, etc. Toutes ces dépenses liées à la gestion ne sont pas expressément facturées, mais il en est tenu compte dans le calcul de la valeur liquidative.

Parfois, dans le prospectus de l'OPCVM, il est précisé, pour les frais de souscription : « jusqu'à 4 % » (par exemple). L'expression signifie que ce 4 %

est un maximum et que celui qui commercialise le fonds a la possibilité de négocier un rabais. Ne l'oubliez pas ! De toute façon, essayez toujours de négocier.

Plus la durée de détention des parts ou des actions sera courte, plus ces frais de souscription et de rachat pèseront sur la rentabilité de votre investissement. Pour un placement à court terme, en sicav monétaire par exemple, il est impératif de choisir une sicav offrant des frais bas.

Méfiance toutefois : des fonds qui proposent des frais de souscription zéro comptent en revanche des frais de gestion élevés qui pèsent sur la valeur liquidative. Il ne faut pas croire au père Noël : ceux qui se proposent de gérer votre argent veulent aussi en gagner ! Ils ne pensent même qu'à ça. Lisez attentivement le prospectus ou le DICI.

Un exemple : la commission de surperformance. Certains OPCVM ont un objectif affiché, en général en référence à un indice boursier. Dès qu'ils ont dépassé cet objectif, leur règlement peut prévoir une commission de surperformance au profit de la société de gestion. Cette commission ne sera pas explicitement demandée aux porteurs de parts, mais elle viendra amputer la valeur liquidative.

Les précautions à prendre

Depuis le 1er novembre 2007, en application des directives européennes relatives aux marchés financiers, un intermédiaire ne peut vous vendre des OPCVM ou d'autres produits sans vous avoir demandé votre « profil d'investisseur individuel ». Autrement dit, il doit s'être assuré que votre investissement est compatible avec votre situation personnelle (revenus et patrimoine) et votre connaissance des produits financiers. Mais le questionnaire à remplir est assez succinct et personne ne viendra vérifier que vous avez répondu honnêtement. C'est à vous de vous informer sur la nature exacte du produit que vous achetez, sur son degré de risque, sur sa conformité avec vos besoins. Les documents d'information proposent une classification des OPCVM en fonction de leur orientation et des risques qu'ils comportent. Cette classification a le mérite de proposer une première approche. À vous ensuite d'approfondir votre étude.

Une fois que vous vous êtes assuré que ce fonds (ou cette sicav) correspond à ce que vous recherchez, que vous savez qui le gère et avec quel dépositaire, que vous avez pris connaissance des frais de souscription et de rachat, regardez les performances passées. C'est dit dans toutes les notices : la performance passée ne garantit pas la performance future. Il n'empêche que c'est une indication à ne pas négliger. Regardez sur plusieurs années. Une excellente performance sur un an n'a pas une grande signification. Ce qui compte, c'est aussi ce que le fonds a fait sur trois ans et cinq ans, selon les statistiques généralement disponibles ; on mesure ainsi sa régularité et on voit comment il se comporte par rapport à d'autres fonds de la même famille. Il est important aussi de savoir si ce sont toujours les mêmes personnes qui gèrent le fonds.

Vous pouvez trouver des informations utiles dans la presse financière et sur Internet. Un certain nombre d'organismes – Standard & Poor's, Lipper, Europerformance, Morningstar – publient des classements et des études sur les fonds. Toutes les informations ne sont pas accessibles sur leurs sites (une grande partie est réservée aux abonnés, professionnels ou médias), mais on peut en trouver beaucoup sur certains d'entre eux, notamment sur celui de Morningstar, de loin le plus adapté aux besoins des investisseurs individuels.

Fonds de fonds, fonds à compartiments, etc.

S'appuyant sur les analyses fournies par les organismes que nous venons de citer, certains gérants ont eu une excellente idée : pourquoi ne pas proposer aux épargnants des *fonds de fonds*, des fonds composés d'une sélection des meilleurs fonds dans une catégorie donnée ? Par exemple : on peut faire un fonds pays émergents en retenant les meilleurs fonds spécialisés sur le Brésil, la Russie, la Chine et l'Inde. Un fonds de fonds peut être intéressant, à condition que ses performances soient vraiment très bonnes, car, forcément, vous cumulez les frais de fonctionnement du fonds et de chacun de ceux qui le composent.

On a aussi le cas très particulier des *fonds nourriciers*. Ce sont en fait des fonds qui servent de rabatteurs : toutes les sommes collectées sont investies dans un seul fond, le fonds maître, alimenté par un ensemble de fonds nourriciers. Ce système n'est pas absurde : il peut permettre à des fonds de pays différents d'accéder à un fonds géré internationalement, ce qui génère des économies d'échelle. Problème : il faut être certain de la qualité du fonds maître. Rappelons que dans l'affaire Madoff, qui a défrayé la chronique à la fin de 2008, c'est ce schéma qui avait été adopté.

Les *fonds à compartiments*. Ces fonds sont nés au Luxembourg, grand centre européen de la gestion collective pour des raisons fiscales évidentes. Ils permettent à un investisseur, tout en restant dans le même fonds et donc

sans avoir à payer de frais de rachat et de nouveaux frais de souscription, de passer par exemple d'un compartiment axé sur les valeurs de croissance à un autre compartiment axé sur les valeurs de rendement ou les obligations, en fonction de la conjoncture ou de ses besoins.

Quelques points techniques à surveiller

Nous avons vu qu'il était important de regarder les performances passées sur plusieurs années et de les comparer à celles d'autres fonds semblables. Mais la performance pure n'entre pas seule en ligne de compte : il faut voir aussi quels sont les risques pris pour l'obtenir. Plus les risques sont importants, plus la performance future est aléatoire. Toutes les fiches techniques des fonds comportent des indicateurs de risque à surveiller. Ces

indicateurs sont assez complexes. Nous ne donnerons ici qu'une description assez rudimentaire des principaux d'entre eux.

✓ **La volatilité du fonds mesure les variations dans le temps de la valeur liquidative.** Plus la volatilité est élevée, plus la probabilité est grande d'aller au-dessus, mais aussi au-dessous des performances moyennes.

✓ **La volatilité de l'indice de référence donne une première mesure du risque pris.** Si la sicav ou le fonds se fixe un objectif déterminé par rapport à un indice, un indice boursier par exemple, la volatilité de cet indice donne une première mesure du risque pris.

✓ **La *tracking error* (ou écart de suivi) donne une mesure des performances relatives d'un fonds par rapport à son indice de référence.** Plus la *tracking error* est faible, plus les risques encourus avec ce fonds sont proches de ceux que l'on prendrait en réalisant des performances strictement identiques à celles de l'indice. Nous aurons l'occasion d'en reparler à propos des *trackers*.

✓ **L'alpha mesure la surperformance d'un fonds par rapport à son indice de référence ; le bêta mesure la sensibilité du fonds aux mouvements de son indice de référence.** Si le bêta est supérieur à 1, le fonds fera mieux que l'indice en période de hausse et moins bien en période de baisse ; si le bêta est inférieur à 1, il aura des mouvements moins amples que son indice de référence dans les deux sens. L'alpha est le surcroît de performance obtenu par le gérant en plus du bêta. C'est simple, non ?

✓ **Enfin, le ratio de Sharpe mesure l'écart de rentabilité d'un portefeuille par rapport au taux de rendement d'un placement sans risques, divisé par son indice de volatilité.** En somme, c'est une mesure du couple rendement-risque. Un ratio négatif – ce qui est fréquent – est évidemment mauvais. Un ratio tout juste supérieur à zéro indique qu'on a pris beaucoup de risques pour le rendement obtenu. Un ratio supérieur

à 0,5 % indique qu'on a obtenu une bonne performance avec une prise de risques correctement adaptée. Dites à votre conseiller bancaire que vous prendriez bien des parts du fonds qu'il vous propose mais que son ratio de Sharpe vous inquiète un peu, vous verrez la tête qu'il fera !

Comment acheter des OPCVM ?

Ce n'est pas très difficile. On peut maintenant en acheter partout, même le samedi matin en faisant ses courses à la grande surface du coin ! Vous pouvez passer par votre banque, mais votre interlocuteur aura une tendance assez forte – et compréhensible – à vous proposer les fonds de son établissement, même si ce ne sont pas les meilleurs, et vous devrez vraiment insister pour avoir des fonds de la concurrence. Les courtiers en ligne ont l'avantage de présenter la gamme la plus large.

Pour compléter notre panorama des fonds

Fonds communs de placement, fonds de fonds, Les FCIMT, fonds communs d'intervention sur etc., cela fait déjà beaucoup. Mais ce n'est pas les marchés à terme. Comme leur nom l'indique, tout. Si les financiers ont de l'imagination, les ils ont pour vocation d'intervenir sur les marchés fonctionnaires du ministère des Finances n'en à terme d'instruments financiers et de matières sont pas dépourvus non plus. Il s'ensuit une mul- premières. Hautement spéculatifs, ces fonds titude de fonds, avec des objets et des statuts agréés par l'AMF ne peuvent pas faire l'objet fiscaux particuliers. Tous n'ont pas forcément d'un démarchage.

un rapport avec la Bourse, mais vous pouvez

en entendre parler.

Les OPCI, organismes de placement col ectif

en immobilier. Les OPCI sont classés en deux

Les FCPE, ou fonds communs de placement groupes, les SPPICAV (sociétés de placement à d'entreprise. Ils sont strictement réservés à prépondérance immobilière à capital variable), la gestion de l'épargne salariale, c'est-à-dire qui sont soumises à la fiscalité des revenus des sommes versées aux salariés au titre de mobiliers, et les FPI, soumis à la fiscalité des l'intéressement ou de la participation.

revenus fonciers. Les quelques OPCI ouverts au

Les FCPR, ou fonds communs de placement à grand public existant sont, jusqu'à présent, des risques. Ils doivent être investis à 50 % au moins SPPICAV ; leur patrimoine doit être composé dans des actions non cotées sur un marché d'actifs immobiliers pour une part comprise réglementé ou en parts de SARL. Leur objectif entre 60 % et 90 %, avec au minimum 10 %

est de favoriser le développement de PME.

de liquidités ; les actifs immobiliers peuvent

être des immeubles ou des titres de sociétés

Les FCPI, ou fonds communs de placement dans foncières cotées ou non cotées, sachant que l'innovation. C'est une forme particulière de le non-coté doit représenter au moins 51 % de FCPR. Il s'agit de renforcer les fonds propres de l'actif total. Les actions de SPPICAV peuvent PME françaises considérées comme innovantes. être détenues dans un portefeuil e de valeurs Ils doivent être investis à 60 % au moins en titres mobilières ou être souscrites dans le cadre d'un de sociétés innovantes non cotées en Bourse. contrat d'assurance-vie mais el es ne peuvent figurer dans un PEA.

Les FIP, fonds d'investissement de proximité.

Ils constituent une autre forme de FCPR. Leur

actif doit être composé d’actions ou de parts

de PME régionales à 60 % au minimum.

Chapitre 14 : Dans la galaxie des sicav, FCP et autres trackers

287

La gestion collective, c’est la liberté

de choix

Au grand rayon des OPCVM, il y a de tout pour tout le monde. Fin 2010, selon

les statistiques publiées par l’AMF, on comptait 693 sicav et 6 939 FCP agréés.

En piochant dans ce gisement, on peut véritablement bâtir une stratégie

d’investissement à l’échelle mondiale. On remarque toutefois que, depuis

2008, le nombre de ces OPCVM est en diminution ; la crise financière est

passée par là…

Les grandes familles d’OPCVM selon l’AMF

La classification des OPCVM établie par l’AMF permet de savoir à quelle

grande catégorie appartient le produit qui vous est proposé. C’est une

première indication de son exposition au risque.

Les OPCVM actions

Ils doivent être investis en permanence à au moins 60 % en actions.

Cette contrainte a une conséquence : quand le marché recule, la valeur

liquidative de ces OPCVM échappe difficilement à la baisse. Un particulier qui gère lui-même son portefeuille d'actions peut décider de s'alléger et de rester « liquide » (avec un pourcentage élevé de liquidités en attente d'être employées) quand la conjoncture semble défavorable. Le gérant d'un OPCVM

actions n'a pas cette liberté ; une fois que son plafond de liquidités est atteint, il peut seulement procéder à des arbitrages entre actions pour se porter sur celles qui résistent le mieux à la baisse. C'est d'ailleurs dans ces périodes difficiles que les qualités des gérants se mettent le plus en valeur : en période de hausse, ils sont peu nombreux à faire mieux que leur indice de référence ; en période de baisse, ils font souvent mieux que l'indice.

Les OPCVM actions sont eux-mêmes classés en plusieurs catégories, selon la zone d'investissement retenue : France, Europe, zone euro, international.

Les OPCVM obligations et autres titres de créances

Ils dépendent de l'évolution des taux d'intérêt à moyen et long terme. Moins risqués que les fonds actions, ils sont cependant plus ou moins sensibles aux variations des taux d'intérêt et ne sont pas à l'abri de la défaillance éventuelle d'un émetteur. Là encore, on trouve une distinction entre ceux qui sont investis uniquement en titres libellés en euros et les OPCVM internationaux.

Les OPCVM monétaires

Ce sont des OPCVM investis en titres à court terme ; leur rendement, modeste mais sûr, dépend de l'évolution des taux sur le marché monétaire. La sécurité presque absolue de ce type de placement a toutefois été remise en cause au moment de la crise des *subprimes*. On s'est aperçu alors que certains des produits financiers introduits dans des sicav monétaires dites « dynamiques » pour doper leurs performances n'étaient pas sans risques. Au terme d'une consultation avec les professionnels, l'AMF a établi des règles
plus strictes concernant les titres mis dans les OPCVM monétaires, interdit les dénominations flatteuses mais peu rigoureuses du genre « monétaires dynamiques » et introduit une classification qui s'impose depuis le 1er juillet 2011 : d'une part, les OPCVM monétaires avec des titres d'une durée de vie maximale de deux ans et, d'autre part, les OPCVM court terme, qui ne peuvent comporter que des titres ayant une durée de vie maximale de l'ordre d'un an.

La sécurité de ces produits est ainsi renforcée. Les OPCVM monétaires ne posent plus qu'un problème : avec des taux très faibles sur le marché monétaire, ils ne rapportent pratiquement plus rien !

Les OPCVM diversifiés

Ce sont les plus nombreux ; ils ne représentent en fait aucune catégorie spécifique. Ils fonctionnent sans règle préétablie d'affectation entre les

diverses classes d'actifs et sont gérés, selon la formule employée par l'AMF, de façon « discrétionnaire ». Plus encore que pour les autres OPCVM, une lecture attentive du prospectus s'impose, si l'on veut savoir quels risques on prend en investissant dans de tels fonds.

Les OPCVM de fonds alternatifs

Ils sont investis à plus de 10 % dans d'autres fonds français ou étrangers mettant en œuvre des stratégies dites « alternatives » que nous étudierons plus attentivement dans le prochain chapitre. Les instruments employés (à base de contrats à terme ou d'options sur les actions, les taux, les monnaies, etc.) peuvent être très performants, mais aussi très risqués. Les prospectus de ces fonds rappellent qu'ils ne sont pas soumis aux mêmes règles de gestion que les autres OPCVM et qu'ils s'adressent à des souscripteurs avertis.

Les règles applicables en ce domaine sont en constante évolution. Les professionnels français ont voulu en effet pouvoir obtenir un mode de fonctionnement leur permettant de rivaliser avec les fonds alternatifs (*hedge funds*) étrangers ou les fonds de fonds. C'est ainsi notamment qu'ont été créées diverses catégories de fonds Aria (agréés à règles d'investissement allégées). Les particuliers peuvent avoir accès à ces fonds à condition d'investir au moins 10 000 € et de justifier d'un minimum de

connaissances ou d'un patrimoine financier au moins égal à 1 million d'euros.

Mais s'ils peuvent investir 125 000 € (voire 250 000 € ou 500 000 € pour certains types de fonds !), aucune autre condition n'est exigée… Précisons qu'on trouve aussi des fonds Aria dans les autres familles d'OPCVM (obligations, diversifiés, etc.)

Les OPCVM fonds à formule

Cette appellation succède à celle des fonds garantis, dont les garanties se sont révélées parfois illusoires, et elle couvre une gamme plus large. Il s'agit de fonds construits pour une durée déterminée (quelques années) qui, selon l'AMF, offrent « une performance conditionnelle définie en fonction de l'évolution des indices boursiers, des cours, etc. ». Les formules peuvent être complexes : progression de la valeur de la part strictement égale à celle du CAC 40 s'il monte sur la période, mais sous certaines conditions ; promesse de retrouver son capital à l'issue du placement quoi qu'il arrive, mais avec un gain limité à un certain pourcentage de la hausse de l'indice s'il monte, etc. On peut trouver des effets de cliquet : la rémunération progresse de la même façon que le CAC 40 entre deux dates et reste acquise même si l'indice baisse ensuite. S'il y a une garantie, elle peut porter sur tout ou partie du capital. Ce type de fonds, appelés aussi *fonds structurés*, ressurgit à chaque

période d'incertitude, mais, après les premiers succès remportés dans les années 1990, l'engouement s'est un peu calmé, de la part des investisseurs comme de celle des établissements qui proposent ces produits. Il faut dire qu'avec des taux d'intérêt bas, ce genre de fonds est plus difficile à mettre sur pieds. Et puis peut-être que le public n'est plus aussi disposé à se laisser convaincre par des publicités du genre : « La Bourse sans risque. » Ajoutons qu'il faut s'engager pour la durée prévue par la formule et que les sorties anticipées donnent lieu à pénalités. Bref, le lecteur l'aura compris, notre enthousiasme est limité face à cette famille de fonds, même si nous reconnaissons que leurs concepteurs font preuve de beaucoup d'ingéniosité. Le problème des fonds garantis vient surtout du fait que les épargnants s'y intéressent trop tard, quand le marché est déjà proche de ses plus-bas : après avoir pris la baisse de plein fouet, ils se placent dans des fonds qui ne leur permettront pas ensuite de profiter au mieux de la hausse…

Quelques tendances récentes

Cette présentation calquée sur les six familles distinguées par l'AMF est utile pour donner une idée des différents OPCVM et des risques qu'ils comportent. Mais les classements proposés par les agences qui suivent cette industrie proposent des classifications beaucoup plus fines selon les actifs retenus (actions, etc.), les zones géographiques d'investissement,

les objectifs poursuivis. De l'évolution de ces listes, on peut tirer quelques enseignements :

✓ **La vogue des pays émergents.** On peut trouver une multitude de fonds pour jouer une Bourse donnée ou, ce qui est plus intéressant, des fonds de fonds pour jouer un ensemble de pays. Des concepts comme celui d'Asie émergente ou de BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) ont été très porteurs ces dernières années. Deux leçons sont à tirer des événements récents. D'une part, les pays émergents ne sont pas « autonomes » ; quand cela va mal aux États-Unis ou en Europe, leur économie et leur marché boursier souffrent aussi ; la diversification géographique d'un portefeuille ne met pas forcément à l'abri des turbulences. Mais d'autre part, les marchés des pays développés peuvent aussi subir des chocs violents ; on ne peut plus dire qu'ils sont moins risqués que les marchés émergents.

✓ **Le déferlement des fonds à performance absolue.** Contrairement à ce que leur nom indique, ces fonds ne visent pas la performance maximale, mais ils ont pour objectif de faire mieux qu'un placement obligataire classique sans la volatilité d'un fonds actions. Quand la Bourse est bien orientée, ils font moins bien ; quand elle est en détresse, leurs pertes

sont limitées et ils peuvent même enregistrer des gains. Certains ont des objectifs ambitieux : par exemple, faire 4,8 % par an de mieux que l'EONIA (Euro Over Night Index Average, taux de l'argent au jour le jour) capitalisé sur une période de quatre ans avec une volatilité limitée. On les retrouve dans les diverses familles (actions, diversifiés et obligations). L'horizon de placement de ces fonds varie entre deux et quatre ans. À regarder les chiffres, on constate que les performances réellement enregistrées sont très inégales, voire dans certains cas assez médiocres, mais certains ont effectivement réussi à traverser les turbulences récentes d'une façon tout à fait honorable.

✓ **La mode passée des 130/30.** En application de la directive européenne sur les OPCVM dite « Ucits III » de 2002, les sociétés de gestion ont pu proposer aux particuliers des fonds employant des techniques complexes comme celle des 130/30. Il s'agit de produits combinant la mise en œuvre de positions acheteuses (jusqu'à 130 % de l'actif géré) et vendeuses (jusqu'à 30 %). Très à la mode en 2007 juste avant la crise, ces fonds font beaucoup moins parler d'eux maintenant.

✓ **Le souci de respecter des règles éthiques.** Ne souriez pas. Tous les financiers ne sont pas aussi cupides et amoraux que les récents événements et les jugements que l'on porte sur eux depuis la dernière

crise pourraient le laisser croire. Des gérants peuvent vous proposer des fonds desquels sont bannies les sociétés produisant de l'alcool, des armes ou connues pour leur politique sociale discutable. Ce sont les fonds éthiques. Dans cet ordre d'idée, on assiste au développement de la finance islamique, proposant des produits respectant les préceptes du Coran.

Chapitre 14 : Dans la galaxie des sicav, FCP et autres trackers

291

✓ **La volonté de procéder à des investissements socialement responsables.** La prise de conscience de la nécessité d'une croissance durable a conduit à un développement très rapide depuis le début de ce siècle de l'ISR, investissement socialement responsable. Il s'agit ni plus ni moins, expliquent des financiers, que de réconcilier le capitalisme avec les hommes, la société et l'environnement. On ne peut nier dans cette approche une certaine démarche « marketing », le souci d'aller dans le sens du vent et de proposer au grand public ce qui a l'air de plaire. Ce peut être simplement un habillage, une façon habile d'avoir l'air de faire autrement tout en faisant comme avant.

Pourtant, il ne faudrait pas sous-estimer l'importance du phénomène, si l'on en juge par l'apparition accélérée de fonds ayant pour thème

l’écologie (les fonds verts), l’eau, le réchauffement climatique. Au-delà de l’effet de mode, on constate chez beaucoup de promoteurs de la gestion ISR une vraie conscience des défis actuels et une réelle volonté de mettre la finance au service de projets méritant d’être défendus et d’entreprises respectant certaines règles. Pour sélectionner les sociétés entrant dans leur portefeuille, les gérants ont mis au point des méthodes de sélection qui s’ajoutent aux filtres classiques de l’analyse purement financière. Les entreprises sélectionnées doivent satisfaire un certain nombre de critères dits « ESG » (environnementaux, sociaux et de gouvernance), qui ont l’avantage d’être quantifiables ; et l’approche *best in class* consiste à prendre au sein d’un secteur les meilleurs selon les critères retenus. Les fonds ISR, il faut le souligner, obtiennent des performances tout à fait comparables à celles des autres fonds.

✓ **L’évolution de la gestion indicielle.** Comme toutes les innovations, celle-ci est née aux États-Unis. Elle part de l’observation simple que nous avons déjà évoquée : si les gérants arrivent souvent à faire mieux que les indices en période de baisse, ils sont peu nombreux à les battre en phase de hausse. Or, fort heureusement, c’est la tendance haussière qui l’emporte dans le temps. Conclusion logique, qui se vérifie sur le long terme : une grande majorité des gérants font moins bien que leur

indice de référence, et le meilleur moyen de gagner de l'argent serait de construire des portefeuilles répliquant les indices – le CAC 40 ou le SBF 120 pour la France, le S & P 500 pour les États-Unis, etc. Ainsi, avec de tels portefeuilles, on plongerait comme le marché dans son ensemble quand ça va mal, mais on rebondirait avec lui et on profiterait pleinement des périodes favorables. C'est ce qui a été fait, et le succès de ces fonds a été tel qu'ils ont traversé l'Atlantique.

Au fil des années, cette technique de gestion dite « passive » (on se contente de suivre le marché) a évolué, avec la création des sicav indicielles « tiltées » : l'objectif reste bien de suivre l'indice, mais en introduisant une dose de gestion active pour améliorer la performance, en surpondérant telle ou telle valeur et en sous-pondérant telle autre, ou en recourant aux options.

Petite remarque : la gestion indicielle a eu pour effet secondaire de donner une importance croissante à ces indices. Une valeur admise dans le CAC 40 par exemple est aussitôt achetée par tous les gérants de sicav indicielle ayant pour objectif de répliquer le CAC 40. Savoir à l'avance quelles valeurs vont faire leur entrée dans l'indice ou en sortir est plus important encore que ça ne l'était avant. Cela justifie plus que jamais

que les réunions du comité scientifique chargé de gérer la composition des indices de la place de Paris aient lieu à huis clos, qu'elles ne soient pas annoncées à l'avance et que les décisions soient rendues publiques immédiatement, pour éviter des délits d'initié. De plus, ces décisions ne sont appliquées que quatre semaines après leur annonce, pour permettre aux gérants de recomposer leurs portefeuilles sans provoquer de mouvements trop brutaux sur les titres concernés.

La gestion indicielle a toujours ses adeptes, mais les méthodes changent. Même si les frais de gestion d'une sicav indicielle sont moins élevés que ceux d'une sicav gérée de façon active, un investisseur qui veut suivre les indices a maintenant intérêt à se tourner vers un nouveau produit : le *tracker*.

Chapitre 14 : Dans la galaxie des sicav, FCP et autres trackers

293

Que peut-on demander aux professionnels ?

Du conseil à la gestion

Gérer soi-même et seul son portefeuil e boursier
solution pour éviter d'éventuels soupçons de
n'est pas la solution unique. Nous avons déjà
délit d'initié ou des conflits d'intérêts.

vu qu’il existe des clubs d’investissement, qui

✓ La gestion assistée. Dans le cadre d’une tel e

permettent de faire des partages d’expérience.

convention, vous conservez la maîtrise de la

Dans ce chapitre, nous passons en revue les

décision et la responsabilité de passer vous-

différentes ressources offertes par la gestion

même vos ordres, mais votre établissement

col ective, qui consiste à confier la gestion de

de crédit vous fournit des informations finan-

tout ou partie de son portefeuil e à des profes-

cières régulières et répond à vos demandes

sionnels par le biais d’OPCM.

de conseil.

D’autres formules existent encore :

✓ Entre ces deux formules, on trouve la

possibilité du recours à un conseiller en

✓ Le mandat de gestion consiste à confier

intégralement la gestion de son portefeuil e

investissements financiers (CIF). Les CIF

à un établissement de crédit (banque, caisse
sont une création relativement récente (loi
d'épargne) ou à une entreprise d'investis-
de sécurité financière d'août 2003). Leur
sement (terme générique qui comprend les
statut leur impose d'adhérer à l'une des six
anciennes sociétés de Bourse et les sociétés
organisations professionnel es agréées par
de gestion de portefeuil e). C'est une véritable
l'AMF, qui doivent s'assurer du respect des
délégation de pouvoirs, dont les modalités
conditions d'accès à la profession et surveil er
sont fixées par contrat : vous devez avoir
l'application des règles de bonne conduite. Les
déterminé avec votre interlocuteur les objec-
4 000 CIF aujourd'hui répertoriés sur le site de
tifs visés, les risques acceptés, la gamme
l'AMF ont d'abord, comme leur nom l'indique,
de produits que pourra utiliser le gérant, le
une activité de conseil ; on les retrouve sous

style de gestion qui vous convient (prudent,
diverses appellations (conseil ers en gestion
équilibré, dynamique), la rémunération de ce
de patrimoine, conseillers financiers, etc.) ;
service (prévoir jusqu'à 1 % par an, hors taxes,
ils peuvent par ail eurs avoir d'autres statuts
de l'encours des capitaux gérés). Chaque
(agent immobilier, démarcheur bancaire ou
établissement a sa propre politique en ce
financier, courtier en assurance). Ce qui peut
domaine et fixe le montant à partir duquel il
poser quelques problèmes : le CIF ne peut
accepte des mandats de gestion. D'une façon
pas gérer un compte au nom de son client,
générale, vous n'aurez rien au-dessous de
mais il peut, à sa demande, transmettre
100 000 €. Entre 100 000 et 500 000 €, vous
des ordres à des intermédiaires en vue de
aurez droit à une gestion relativement bana-
leur exécution sur des actions ou des parts

lisée fondée principalement sur l’utilisation
d’OPCVM. Cela suppose qu’il n’ait pas de liens
des OPCVM de l’établissement. Ce n’est qu’à
commerciaux trop étroits ou exclusifs avec
partir d’un montant de l’ordre de 500 000 €
certains établissements et que les produits
que vous aurez droit à une gestion vraiment
conseil és et achetés correspondent bien aux
individualisée. Selon votre activité profes-
besoins de l’épargnant. Précisons que tout
sionnel e et votre niveau de responsabilité,
conseil donné au client doit apparaître dans
la gestion sous mandat peut être la meil eure
un rapport écrit.

Sur la trace des trackers

Les *trackers* sont des animaux assez étranges. Par leur forme juridique, ce sont des sicav ou des fonds communs de placement. Leur sigle usuel, anglais, le montre bien : ETF, pour Exchange Traded Funds. Mais leur valeur liquidative n’est pas calculée chaque jour comme pour les autres OPCVM ; ils

sont cotés en continu et on peut les acheter et les vendre tout au long de la journée, comme des actions. Euronext a lancé en 2001 un nouveau segment de marché, NextTrack, où les *trackers* sont cotés de 9 h 05 à 17 h 25, avec un fixage de clôture à 17 h 35. Prenons l'exemple du CAC 40 : s'il varie dans une journée entre 3 378 points et 3 269 points et termine la séance à 3 291, le *tracker* va osciller entre 33,78 et 32,69 et clore la séance à 32,91 (les *trackers* européens valent en général un centième de l'indice de référence).

Ces derniers chiffres sont toutefois purement indicatifs : dans les faits, il peut y avoir un écart entre le cours théorique du *tracker* et son cours effectif. Mais les intermédiaires financiers sont chargés d'animer le marché de chaque *tracker*, de veiller à ce que la liquidité du produit soit bien assurée et à ce qu'il ne s'écarte pas trop du cours indicatif donné par la valeur de l'indice de référence. Ces animateurs de marché doivent en permanence proposer un cours acheteur et un cours vendeur, l'écart entre les deux servant à couvrir les frais de gestion. Comme pour toute opération boursière, acheteurs et vendeurs paient des frais de transaction. Mais à la différence de ce qui se passe pour les autres OPCVM, il n'y a pas ici de droit d'entrée ni de droit de sortie.

Avec les trackers, la vie n'est plus la même

Le premier *tracker* est apparu en 1990, mais le plus négocié dans le monde, le fameux *spider* (SPDR), qui reproduit les variations du S & P 500, n'a été créé qu'en 1994. Au cours des dernières années, la croissance du nombre des trackers a été exponentielle. En 2008, on en comptait 1 500 dans le monde ;

au début de 2012, ils étaient plus de 4 000 et il continue de s'en créer chaque jour.

Comment expliquer cet engouement ? C'est très simple : ces produits comportent de nombreux avantages que les investisseurs ont immédiatement remarqués.

✓ **Les *trackers*, c'est facile et pas cher.** Ce que tous les utilisateurs apprécient le plus, qu'ils soient professionnels ou simples particuliers, c'est le fait qu'ils puissent être achetés et vendus en ligne aussi facilement et rapidement que les actions, avec des frais réduits par rapport aux OPCVM indiciels classiques. Du coup, ils sont devenus des

produits d'usage courant : plus la *tracking error* d'une sicav est faible, c'est-à-dire moins elle s'écarte de son indice de référence, plus on a intérêt à s'orienter vers les ETF, qui rendent les mêmes services pour moins cher. Auparavant, on achetait (et on achète encore) des sicav indicielles pour une durée plus ou moins longue, selon sa stratégie, de l'ordre de plusieurs mois. Avec les ETF, on peut se permettre des allers et retours très rapides pour jouer les sautes d'humeur du marché.

C'est d'autant plus facile que les *trackers* peuvent être achetés dans le cadre du SRD (service à règlement différé) et donc vendus à découvert.

Leur statut fiscal est intéressant aussi : les *trackers* représentatifs d'indices de marchés d'actions peuvent être admis dans un plan d'épargne en actions (PEA, dont nous allons prochainement parler), même s'il s'agit de miser sur la Bourse américaine ou japonaise…

✓ **Avec les *trackers*, chaque domaine de la sphère financière est accessible à tous.** Il est très facile de monter des stratégies complexes en jouant à la fois sur des produits et des pays différents. La gamme des ETF s'est en effet singulièrement élargie. À tel point qu'il est devenu difficile de s'y retrouver et que les sigles se multiplient. Pour essayer d'y mettre un peu d'ordre, certains proposent la classification suivante. D'abord, tout cet ensemble peut être rangé dans la catégorie ETP, pour *exchange traded products*. Au sein de cet ensemble, on trouve les ETF proprement dits, c'est-à-dire tous les fonds indiciels cotés, puis les ETN, ou *exchange traded notes*, tous les fonds de type obligataire, qui s'intéressent aux marchés des titres de dette, et enfin les ETC, *ou exchange traded commodities*, qui suivent les marchés de matières premières. À côté, on peut ajouter les ETI, ou *exchange traded instruments*, qui regroupent tout un ensemble de produits dont nous parlerons dans les prochains chapitres comme les warrants, les contrats à terme, les options ou les certificats.

Pour évoquer les principales catégories d'ETF, nous nous en

tiendrons ici à la classification qui avait été introduite par Euronext au printemps 2007.

• **Les *trackers* sur indices de marché.** Ce sont les ETF que l'on pourrait qualifier de « classiques », ceux dont nous venons de parler, qui suivent passivement un indice de marché. Les indices en question sont généralement des indices d'actions, mais les obligations rentrent aussi dans le champ d'intérêt des *trackers* ; c'est d'ailleurs ce qui a justifié la création d'une nouvelle catégorie, celle des ETN.

• **Les *trackers* sur indices de matières premières.** Ils sont relativement peu nombreux à Paris, un peu plus d'une douzaine, et l'évolution parfois assez déroutante de ces matières fait qu'ils sont conseillés à des investisseurs avertis.

• **Les ETF actifs.** Ils ne se contentent pas de répliquer un indice, ils visent à apporter une performance supérieure. Ainsi on profitera à 100 % des phases de hausse de l'indice CAC 40 et on aura une partie de son capital garantie en cas de baisse. Ou alors, grâce à un effet de levier, la hausse de l'indice sera multipliée par deux ou trois. On peut aussi s'intéresser à des produits qui évoluent à l'inverse de la Bourse : ils vous permettent donc de gagner quand la Bourse baisse, voire d'obtenir un gain qui multiplie la baisse. Avis aux amateurs de

sensations fortes…

• **Enfin, les *trackers* sur indices de stratégie.** L'objectif est ici de répliquer les performances obtenues en misant sur les valeurs de croissance d'un marché, ou en adoptant une approche *value*, en misant sur les valeurs de rendement ou les petites capitalisations. Toutes ces possibilités sont appréciées des particuliers, qui peuvent avoir ainsi accès à des marchés qu'ils n'auraient jamais abordés seuls ou à des stratégies qu'ils n'auraient jamais pu monter. Les investisseurs institutionnels ne se privent pas non plus de recourir aux ETF. Grâce à ces derniers, on assiste à un net développement de la gestion « cœur satellites ». De quoi s'agit-il ? Grâce aux sicav indicielles et, de plus en plus, aux ETF, le gérant d'un fonds s'assure pour 70 % ou 80 % des capitaux (« le cœur ») une performance proche de celle du marché de référence avec des coûts de gestion faibles et, pour le reste (les « satellites »), il fait appel à des spécialistes de tel ou tel marché afin de creuser un écart.

✓ **Les *trackers* exercent aussi un effet sur l'industrie des indices.** Les financiers qui conçoivent les ETF dans les filiales spécialisées de BlackRock, de la Société générale ou d'autres établissements très présents sur ce créneau, sont toujours à la recherche d'idées nouvelles. Mais, pour cela, il leur faut disposer d'indices de référence. Après avoir

utilisé les indices boursiers classiques représentatifs de l'ensemble d'un marché, ils se sont tournés vers des indices sectoriels ou des indices dits « de stratégie » qui permettent de suivre l'évolution des valeurs de croissance, de rendement, etc. Les recherches actuelles remettent en cause les indices capi-pondérés (où le poids de chaque valeur est proportionnel à sa capitalisation boursière) comme le CAC 40 ou le S & P 500 et montrent qu'on obtiendrait de meilleures performances en partant d'indices équipondérés (où le poids de chaque titre est identique) comme le Dow Jones. Certains proposent des indices « fondamentaux », qui reprennent les valeurs comprises dans les grands indices en les repondérant selon leur valeur comptable, leur chiffre d'affaires, leur cash-flow et leurs dividendes. Bref, le développement rapide des *trackers* stimule très activement la recherche. La concurrence est forte entre les grands fournisseurs comme les américains MSCI, S&P, Russell, Dow Jones, les britanniques FTSE, Barclays, le germano-suisse

Stoxx, Euronext et un petit Français comme l'EDHEC-Risk Indices & Benchmarks. Et, contrairement à ce que pourrait faire croire la crise des *subprimes*, l'innovation financière n'est pas *a priori* une mauvaise chose.

Mais les trackers ne sont pas la panacée

L'engouement pour cette nouvelle classe d'actifs ne doit pas cependant faire oublier quelques règles élémentaires de prudence.

✓ **Les risques sont évidents.** Pour un particulier, les ETF permettent de profiter facilement des performances de marchés lointains ou difficilement accessibles autrement. Mais ils ne font pas de miracle : si ces marchés plongent, leur cours plonge aussi. Les marchés émergents demandent un suivi particulier (les informations nécessaires pour les suivre sont plus difficiles à trouver dans les médias français que celles qui concernent les États-Unis et l'Europe) et ceux des matières premières sont très sportifs…

✓ **Il ne faut pas oublier les risques de change.** Généralement, les *trackers* ne comportent pas de couverture contre ces risques. Avec un *tracker* sur le S & P 500, vous prenez à la fois un risque sur la Bourse américaine et un risque sur le dollar. Les mouvements de la monnaie peuvent compenser ceux de la Bourse, mais ils peuvent se cumuler, dans le bon sens comme dans le mauvais…

✓ **Il peut y avoir des déceptions.** Avant d'acheter un tracker, il est nécessaire de savoir comment il est composé et comment ses gérants font pour répliquer les performances d'un indice. Certains trackers sont dits physiques car ils sont directement investis dans le produit

considéré. C’est par exemple le cas des ETF or qui détiennent eux-mêmes un stock d’or, au point que l’un d’entre eux a maintenant des réserves qui dépassent celles de la plupart des banques centrales et atteindraient, selon les derniers chiffres, 1 300 tonnes. D’autres trackers sont dits synthétiques : les gestionnaires du fonds achètent un panier de titres puis concluent une opération d’échange (swap) avec une contrepartie (une banque d’investissement) pour échanger la performance du panier de titres contre celle de l’indice répliqué. Ainsi que le souligne l’AMF, qui travaille avec d’autres instances à une régulation plus stricte des ces produits, « auparavant simples, certains ETF présentent désormais des caractéristiques beaucoup plus complexes pour un épargnant peu averti. D’autres pourraient poser des risques systémiques ». Il est donc important de savoir ce qu’il y a dans le tracker que l’on veut acheter et de comprendre comment il fonctionne. Pour des indices comme le S & P 500 ou le CAC 40, il n’y a pas de problèmes. Pour les indices de marchés moins liquides, on peut enregistrer des écarts plus importants entre le cours acheteur et

le cours vendeur ; spéculer à très court terme, voire en *intra day* (en achetant et en vendant dans la même journée), sur ces indices peut se

révéler moins rémunérateur qu'on ne l'aurait cru.

✓ **La tendance à l'émission de *trackers* de plus en plus complexes** ne se contentant pas de répliquer simplement un indice impose une certaine vigilance. Il faut s'assurer qu'on a acheté un produit correspondant parfaitement à ses besoins et avoir bien compris quels risques on prend.

Sicav, FCP et *trackers*, pour résumer, peuvent rendre de très grands services à ceux que le choix d'actions valeur par valeur rebute un peu. Sinon, si vous vous intéressez vraiment à la Bourse et si vous avez le temps de vous y consacrer, vous pouvez très bien gérer vous-même votre portefeuille de valeurs françaises et de grandes valeurs européennes. Mais si vous voulez élargir votre champ d'action, la gestion collective sera un complément précieux. Et si vous voulez vous donner des frissons en prenant plus de risques pour gagner davantage, il existe encore d'autres techniques, que nous allons voir dans le prochain chapitre.

Chapitre 15

Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse

Dans ce chapitre :

- Le service à règlement différé
- Les options et les warrants

▸ Les produits nouveaux, certificats et CFD

T out ce que nous avons vu jusqu'à présent est très classique : on choisit une valeur qui semble devoir monter. On l'achète, elle monte, on gagne ; elle baisse, on perd. Pourtant, au passage, nous avons été déjà amenés à évoquer l'existence d'options, de produits dits « dérivés », de gestion alternative. De fait, on peut intervenir en Bourse de multiples façons, en utilisant une large gamme d'instruments dont certains, ignorés il y a encore quelques années, sont déjà largement utilisés. Là aussi, on rencontre des conflits de générations : les jeunes qui découvrent la Bourse aujourd'hui ne jouent plus comme leur père (d'ailleurs leur père n'aurait probablement pas employé le terme « jouer » !).

Le développement de ces techniques nouvelles provoque une certaine incompréhension, et ce qu'on ne comprend pas est vite trouvé suspect. Dans ces cas-là, les généralisations abusives sont vite faites : certains *hedge funds* sentent le soufre, donc tous les *hedge funds* sont à considérer avec méfiance ; ces fonds pratiquent la gestion alternative, donc la gestion alternative est mauvaise, etc.

En fait, de quoi s'agit-il ? On parle de « gestion alternative » quand le gérant de portefeuille emploie des techniques permettant d'obtenir (du moins en théorie) des performances positives quelle que soit l'orientation des

marchés. Ces techniques font appel aux *dérivés* par référence à un « sous-jacent ». Le sous-jacent, c'est la valeur ou l'indice qui sert de support à l'investissement. Les dérivés, ce sont tous les produits qui permettent de spéculer à la hausse ou à la baisse d'une valeur ou d'un indice sans acheter ou vendre ce sous-jacent lui-même ; ce sont les options, les warrants, les certificats, etc. Dans le cadre d'une gestion alternative, on peut aussi agir sur le sous-jacent lui-même en l'achetant ou en le vendant à terme, par opposition à l'achat ou à la vente au comptant.

Ces instruments ne sont pas réservés aux professionnels. Les particuliers peuvent aussi les utiliser. Ils sont même de plus en plus nombreux à le faire, grâce au succès de certains produits nouveaux tels que, dans l'ordre d'arrivée en France, les warrants, les certificats et les CFD. Mais, attention, avant de vous lancer, veillez à prendre connaissance des risques que vous prenez.

Prendre position avec le SRD

Achetez aujourd'hui, vous paierez plus tard. Telle pourrait être la devise du SRD, service à règlement différé, qui a pris le relais du RM, marché à règlement mensuel, en septembre 2000. Ce service concerne les sociétés les plus capitalisées dont les actions ont le marché le plus liquide : il faut, rappelons-le, une capitalisation supérieure à 1 milliard d'euros et un volume

quotidien de transactions d’au moins 1 million d’euros, ce qui est le cas pour environ 130 valeurs françaises et quelques valeurs étrangères (pour ces dernières, le volume quotidien de transactions exigé à Paris n’est que de 500 000 €). La plupart des *trackers* peuvent aussi être négociés au SRD.

Un bel effet de levier…

Ces valeurs ou *trackers* peuvent évidemment être achetés ou vendus au comptant. C’est d’ailleurs ce qui se passera si vous ne précisez pas au moment de votre transaction que vous souhaitez utiliser le SRD. Quel est l’intérêt de ce service ? Précisément, de pouvoir passer un ordre au début du mois et de ne payer qu’à la fin du mois. Faites attention : le mois boursier se termine toujours cinq jours de Bourse avant le mois civil ; c’est ce qu’on appelle le « dernier jour de la liquidation ». Le calendrier des liquidations est publié au début de chaque année par Euronext ; les journaux financiers et les sites boursiers rappellent en général à quelle date intervient le dernier jour de la liquidation en cours.

Pourquoi avoir recours à ce service, qui n’est pas gratuit (nous le verrons plus tard) ? Pour bénéficier des mouvements de Bourse qui pourraient

intervenir entre le moment où l’on passe son ordre et le moment où

intervient le règlement.

Prenons un exemple. Nous sommes au début du mois boursier. Vous avez la conviction que ce mois sera favorable pour le marché en général ou pour telle action en particulier. Vous décidez d'acheter 30 actions à 100 € avec le SRD. Votre intuition a été bonne, au dernier jour de la liquidation, cette action a progressé de 15 %. À ce moment-là, vous avez le choix entre deux solutions : si vous pensez que cette action mérite de rester dans votre portefeuille, vous en prenez livraison et votre compte est débité de 3 000 € (plus les frais) pour des titres qui valent en fait 3 450 € ce jour-là. Mais vous avez aussi la solution de donner l'ordre de les revendre aussitôt et votre compte est crédité de 450 € (moins les frais).

Quel est l'intérêt de l'opération, direz-vous ? J'aurais pu faire la même chose au comptant. Pas exactement. Parce qu'au moment où vous passez votre ordre au SRD, vous avez simplement l'obligation de déposer une garantie. Votre achat doit être couvert par un dépôt en espèces représentant 20 % du montant de l'ordre ; la garantie peut aussi être effectuée sous forme d'obligations (là, le pourcentage exigé est de 25 %) ou d'autres actions en votre possession (avec un pourcentage de 40 % du montant de l'ordre). Ainsi, pour reprendre notre exemple, avec un dépôt en espèces et une revente des titres avant le dernier jour de la liquidation, vous avez pu gagner 450 €

simplement en immobilisant 600 € (20 % de 3 000 €) pendant à peine un mois.

Le levier (rapport entre la somme misée – ici 600 € – et la valeur du sous-jacent en jeu – ici 3 000 €) est important, son effet aussi (ici 450 €), et cela explique l'attrait du SRD.

… *mais quelques risques*

Cet exemple peut donner des idées. Mais l'aventure aurait pu connaître une fin moins heureuse. Elle aurait même pu se révéler franchement calamiteuse si le titre avait évolué dans le sens contraire. Histoire de changer, on peut illustrer ces risques en prenant l'opération inverse : la vente à découvert. Car le SRD permet une opération qui défie le sens commun : vendre ce qu'on n'a pas. Reprenons l'exemple de nos actions à 100 €. Vous êtes persuadé qu'elles vont rapidement reculer, vous passez un ordre de vente de 30 actions, soit 3 000 €, avec l'espoir que, au dernier jour de la liquidation, vous pourrez les acheter à 85 €, soit un total de 2 550 €, et honorer ainsi votre engagement de livrer 30 actions à cette date, ce qui vous permettrait de gagner 450 €

sur des actions que vous n’aviez pas en portefeuille. Si cela marche, c’est effectivement superbe et vous apportez la preuve qu’on peut gagner même quand le marché baisse grâce au règlement différé. Malheureusement, en tout cas pour vous, une bonne nouvelle tombe de façon complètement imprévue et cette action, au lieu de chuter, progresse de 20 %. Au lieu de

gagner 450 €, vous en perdez 600. Résultat : la garantie de 600 € que vous avait demandée votre intermédiaire financier est définitivement perdue. Heureusement pour vous, ce cas de figure est assez exceptionnel. Mais dans l’autre sens, il est très courant : pratiquement tous les jours, une valeur du SDR perd 20 % ou plus !

Il aurait pu arriver pire encore : la remontée de l’action aurait pu être telle que votre garantie de départ n’aurait pas suffi à compenser votre perte. Vous auriez alors été obligé de « remettre au pot ».

C’est une leçon à retenir : les opérations sur le SRD offrent un levier très intéressant (de 5 si la garantie est apportée en espèces). Mais l’effet de levier peut jouer dans le mauvais sens et, dans ce cas, la perte peut dépasser la mise initiale. C’est pourquoi, si vous voulez vous lancer sur le SRD, votre courtier, dans un premier temps, ne vous laissera pas travailler avec un levier de 5. Une garantie de 20 % (si elle est effectuée en espèces) est le

minimum prévu par le règlement du SRD, mais votre courtier, s'il est sérieux, vous demandera probablement dans un premier temps de travailler avec une garantie de 50 %, soit un levier de 2. Ne soyez pas étonné ou offusqué : c'est une pratique courante et, lorsque vous aurez essuyé vos premières pertes, vous serez très content d'avoir été ainsi contraint à la prudence. Avec le temps, si manifestement vous semblez avoir bien compris les règles du jeu, votre courtier pourra vous autoriser à prendre plus de risques ; mais il n'est pas dit qu'il vous laissera tout de suite et toujours travailler avec un levier de 5, qui est énorme et peut provoquer de très gros dégâts quand vous êtes pris à contre-pied !

Quand la situation évolue défavorablement, le mieux est de déboucler sa position. Si l'on reprend notre exemple de vente à découvert, il aurait été préférable de ne pas attendre la liquidation et de passer un ordre en sens contraire, donc un ordre d'achat, dès qu'on a vu que l'action, au lieu de baisser, partait à la hausse. Dans ce cas, on se prive des effets bénéfiques d'un éventuel retournement de tendance, mais on est sûr de limiter la casse : si on passe un ordre d'achat à 110 € avant la liquidation, on est sûr qu'on ne perdra pas plus de 300 € (110 – 100 x 30) à la liquidation. Ne l'oubliez pas : si vous vous obstinez et si vos pertes potentielles dépassent le montant de votre garantie, votre intermédiaire procédera à ce qu'on appelle des *appels de marge*, c'est-à-dire qu'il vous demandera de bloquer des

sommes supplémentaires de façon à être sûr que vos pertes finales seront intégralement couvertes.

Un autre cas de figure est à envisager. Si, au dernier jour de la liquidation, vos gains ou vos pertes sont très limités, vous pouvez décider de reporter ou de proroger votre position dans l'espoir d'un gain plus substantiel ou d'un effacement de la perte. Alors, votre position d'achat ou de vente sera maintenue pendant la liquidation suivante. Attention : vous devez en avertir

votre intermédiaire, sinon, au dernier jour de la liquidation, il considérera que vous avez levé votre position et acheté ou vendu les titres considérés.

La prorogation est un acte assez complexe. L'intermédiaire financier fait le relevé de la situation au dernier jour de la liquidation et crédite ou débite votre compte en faisant la différence entre le cours auquel vous avez passé votre ordre et le cours enregistré à ce moment, appelé *cours de compensation*. Et il maintient votre ordre d'achat ou de vente sur la base de ce cours de compensation. Dans notre exemple, vous avez passé un ordre d'achat de 30 actions à 100 €. Au dernier jour de la liquidation, le titre est à 105 €. Vous estimez ce gain insuffisant et vous prorogez votre ordre d'achat. Votre intermédiaire financier fait comme si vous aviez revendu ces titres à

105 €, vous crédite de ce gain et vous inscrit comme acheteur de 30 titres à 105 € pour la prochaine liquidation.

Attention aux frais

En théorie, on peut demander la prorogation de sa position autant de fois qu'on le souhaite. Mais, attention, ce petit jeu peut vous revenir cher. Tout se passe en réalité, avec le SRD, comme si votre intermédiaire financier vous avançait les sommes nécessaires à la transaction et, en conséquence logique, il vous facture des frais supplémentaires par rapport à une transaction au comptant. En général, toutefois, il n'y a pas de frais supplémentaires si l'ordre de vente et l'ordre d'achat sont passés dans une même journée (cela pour encourager les *day traders*, ceux qui font des allers et retours dans la même journée). Cette commission de service différé se transforme en commission de prorogation, nettement plus élevée, si vous décidez de reporter votre position sur la liquidation suivante.

L'explication est simple. Sur le marché, il n'y a que des transactions au comptant. Si vous acquérez des titres avec le SRD, votre intermédiaire les achète pour vous et les porte jusqu'au dernier jour de la liquidation. Si vous vendez des titres à découvert, il les emprunte pour réaliser l'opération et les redonne quand vous achetez ces titres à la fin de la période de liquidation. Notons au passage que ce système des prêts-emprunts de titres permet aux

investisseurs institutionnels d'améliorer la rentabilité de leur portefeuille.

Quelques complications annexes

Le principe de l'achat ou de la vente à terme comporte une conséquence juridique qui peut avoir son importance : pour une opération effectuée avec le SRD, le transfert de propriété n'a lieu qu'à la fin du mois boursier. Si vous achetez une action au début du mois boursier et si la date de détachement du dividende a lieu avant la fin du mois, vous n'avez pas droit au dividende :

pour cela, il faut être propriétaire de l'action à la veille du détachement. Mais, comme le cours de l'action enregistre une baisse mécanique à ce moment-là, vous pourriez être lésé. En conséquence, l'intermédiaire financier qui porte l'action pour vous et a reçu le dividende vous verse un montant compensatoire. Mais ce montant compensatoire n'a pas, juridiquement, valeur de dividende et n'entre donc pas dans le cadre de la fiscalité des dividendes.

Autre conséquence des problèmes juridiques qui pourraient naître d'opérations effectuées avec le SRD : celles-ci sont interdites pendant les périodes d'OPA ou d'OPE. Si vous avez pris une position à l'achat avant l'annonce de l'OPA, vous n'aurez pas la possibilité de la proroger. Vous pourrez seulement la déboucler (vendre vos titres) avant le dernier jour de la liquidation ou la lever (prendre possession de vos titres) à la fin du mois

boursier, ce qui n'a rien de dramatique. En revanche, si vous êtes vendeur à découvert, tant pis pour vous, car l'annonce de l'OPA sur ce titre l'aura sûrement fait grimper !

Enfin, il faut signaler qu'on ne peut pas utiliser le SRD dans le cadre du PEA. Comme nous l'avons vu au chapitre 4, Euronext a créé en mai 2010 un nouveau SRD dit long seulement pour les valeurs dont le volume d'échanges atteint un minimum de 100 000 € chaque jour. Mais comme son nom l'indique,

sur ce marché, on ne peut être vendeur à découvert ; on peut évidemment s'en servir pour vendre ses titres, mais sans effet de levier. C'est dommage, car l'intérêt majeur du SRD est de pouvoir gagner de l'argent dans les deux sens, ce qui n'est pas négligeable dans les longues périodes de marché baissier comme nous en connaissons depuis le début des années 2000, mais c'est sans doute plus raisonnable s'agissant de valeurs moyennes au marché relativement étroit qui pourraient être facilement déstabilisées si les ventes à découvert étaient admises.

Prendre des risques avec les options

et les warrants

Le SRD permet d'intervenir avec un effet de levier important, mais il est relativement coûteux et le découpage du temps en mois boursiers ne s'intègre pas forcément bien dans une stratégie : la Bourse a le mauvais goût

de ne respecter aucun calendrier ! D'autres instruments peuvent se révéler d'un usage plus souple et plus rémunérateur. Au cours du temps, ils se sont multipliés, et l'investisseur actif a maintenant à sa disposition une boîte à outils assez fournie.

Chapitre 15 : Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse *305*

L'ancêtre : le bon de souscription

Le bon de souscription est généralement émis en même temps qu'une obligation (OBSA, obligation à bon de souscription d'action) ou qu'une action

(ABSA), même s'il est ensuite coté séparément. Ce bon, appelé aussi « droit préférentiel de souscription » (DPS), vous permet d'acheter une action à un prix donné (le prix d'exercice) jusqu'à une date donnée, à un horizon de quelques années. La parité peut varier : le principe du 1 pour 1 (un bon pour une action) est le plus fréquent, mais on peut en trouver d'autres, plus complexes si des opérations sur le capital ont eu lieu depuis l'émission du bon : ce peut être 1 pour 2 ou 1 pour 3, mais aussi 2,33 pour 75 ou 128 pour 455…

Pour l'entreprise, l'intérêt est évident : le bon de souscription renforce l'intérêt de son émission d'actions ou d'obligations et peut lui permettre ensuite d'augmenter son capital si les bons sont exercés. De surcroît, on l'a

vu, depuis la loi Breton de mars 2006, l'émission de bons de souscription peut être utilisée comme une arme anti-OPA.

Pour l'investisseur, l'intérêt peut paraître limité. Prenons l'exemple d'un bon qui vous donne le droit de souscrire à une action à 25 €. Si vous croyez à cette valeur, pourquoi ne pas l'acheter directement à 25 € sur le marché, sans payer de bon ? À 30 €, vous serez déjà gagnant de 20 %, alors que si vous avez acheté un bon à 4 € et ensuite une action nouvelle à 25 €, à 30 €, votre gain sera presque entièrement mangé par le prix du bon. L'affaire ne devient intéressante que si l'action paraît en mesure d'aller nettement au-delà du prix d'exercice augmenté du prix du bon.

En fait, l'intérêt des bons est très largement spéculatif : on peut très bien acheter et vendre des bons sans avoir l'intention d'attendre qu'ils arrivent à échéance, car l'effet de levier est plus intéressant que si l'on détenait l'action en direct. Gagner 1 € avec un bon que l'on a payé 4 € est plus intéressant que de le gagner avec une action que l'on a payée 25 €. Élémentaire, non ?

Évidemment, il y a un risque : s'il est manifeste que l'action ne sera pas cotée au-dessus du prix d'exercice au moment de l'échéance du bon, la valeur de celui-ci va tendre inexorablement vers zéro. On ne peut pas perdre plus que sa mise, mais on peut la perdre intégralement. En revanche, la perspective de

gain est attrayante.

Le problème est qu'on ne trouve plus de bons de souscription que pour des valeurs moyennes. Pour toutes les grandes valeurs de la cote, options et warrants occupent le devant de la scène.

Le grand jeu des options

Avec les options, on change de registre. Là, on n'a plus l'alibi de dire « Je gagne de l'argent en finançant des entreprises ». On est dans une logique de spéculation pure. Si l'on achète une option Machin, ce n'est pas pour avoir plus tard une action Machin, c'est simplement avec l'idée de pouvoir revendre l'option plus cher. L'entreprise Machin concernée n'est que le support, le sous-jacent, comme on dit ; l'émission d'options à son nom ne conduira pas à une augmentation de son capital. D'ailleurs, ce n'est pas elle qui émet l'option.

Les règles de base

L'option est un contrat passé entre un acheteur et un vendeur. L'acheteur acquiert le droit d'acheter une action ou un autre actif donné à une date donnée (c'est l'option européenne) ou à n'importe quel moment jusqu'à une date donnée (c'est l'option américaine) à un prix déterminé à l'avance. Le prix payé par l'acheteur est la *prime*. En fonction de l'évolution du cours de l'action ou de l'actif considéré, l'acheteur de l'option a le choix de ne pas

exercer son droit ou de l'exercer. Le vendeur n'a pas le choix ; de toute façon,

à l'échéance de l'option, que l'acheteur ait exercé son droit ou non, il garde

la prime. Cela, c'est l'option d'achat (un *call* dans le langage financier). Mais on trouve aussi l'option de vente (un *put*), qui donne le droit de vendre un actif à un prix déterminé. En combinant les deux, on arrive à un choix large

de possibilités : acheter ou vendre une option d'achat, acheter ou vendre une

option de vente. Tout dépend de sa vision du marché : si l'on croit à la hausse

d'une action, on achètera une option d'achat ; si l'on croit à la baisse, on

achètera une option de vente.

Ces contrats deviennent intéressants pour l'investisseur quand ils sont

standardisés et négociables sur un marché. En France, cela a commencé

avec le Monep (marché des options négociables de Paris), qui a migré sur

la plate-forme du Liffe, le marché britannique des produits dérivés, quand

Euronext a racheté celui-ci en 2001. Précisons tout de suite que le marché des

options d'Euronext est surtout un marché de professionnels ; pour y investir,

il faut ouvrir un compte titres spécifique, et tous les courtiers ne permettent

pas aux particuliers d'accéder au Liffe. (NYSE Liffe travaille surtout avec

cinq courtiers en France : Barclays, B*Capital, BourseDirect, BinckBank

et Saxo Banque). Les investisseurs individuels ont plus facilement accès

aux warrants. Mais tout ce que nous allons dire sur les options permet de

comprendre le fonctionnement des warrants.

Le Liffe cote des options de type américain à court terme (entre un et neuf mois) ; ces options sont assez dangereuses quand on est vendeur, car elles peuvent être exercées par l'acheteur à tout moment. Les options longues sont de type européen et vont jusqu'à cinq ans. Des options sont proposées sur des actions ou des indices.

Chapitre 15 : Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse

307

Quand on choisit une option, on doit faire attention à la fois au prix d'exercice et à la date d'échéance, car ces deux paramètres vont jouer un rôle considérable dans la détermination de sa valeur.

Quelques points de repère pour évaluer le prix d'une option

Évaluer le prix théorique d'une option est un exercice complexe. Nous vous épargnerons ici la formule de Black et Scholes et d'autres encore plus complexes ; nous ne donnerons qu'un rapide aperçu des éléments qui entrent en jeu. Mais si vous êtes passionné de mathématiques, sachez que vous allez trouver avec les options un terrain d'exercice particulièrement excitant.

Avec la *valeur intrinsèque* et la *valeur temps*, on retrouve une problématique déjà évoquée à propos des obligations convertibles et des bons de souscription. Elle se retrouve en fait à chaque fois que l'on peut exercer un

droit à un prix d’exercice (appelé aussi *strike*) à une date donnée.

Supposons une option qui donne le droit d’acheter 100 (prix d’exercice) une action qui cote 102. La différence entre le prix de l’action et le prix d’exercice donne la valeur intrinsèque : il est logique qu’une option qui donne le droit

d’acheter 100 une action cotée à 102 vaille 2. Or, si plusieurs options ont été émises avec un prix d’exercice de 100 sur cette même action avec des échéances différentes, elles n’auront pas toutes le même prix (la même prime). Pourquoi ? Parce que le temps a une valeur. Si l’option est proche de son échéance, il est normal que sa prime se réduise pratiquement à sa valeur intrinsèque, soit 2 dans notre exemple, parce que les chances de voir le cours de l’action sous-jacente continuer de progresser sont réduites. En revanche, pour une option qui a encore une durée de vie de plusieurs mois, on peut parfaitement imaginer que la prime atteigne 5, soit 3 de plus que la valeur intrinsèque, car les chances de voir l’action sous-jacente progresser davantage sont fortes ; ces 3 points d’écart représentent la valeur temps.

Résumé : la prime d’une option se décompose en une valeur intrinsèque et une valeur temps. Plus on se rapproche de la date d’échéance, plus la valeur temps se réduit. Mais il faut faire attention : cette réduction n’est pas uniforme. Au début, la valeur temps baisse lentement ; ensuite, plus on se rapproche de la date d’échéance, plus elle décline rapidement.

Conséquence intéressante de l'existence de cette valeur temps : si l'on est assez loin de la date d'échéance, une option peut valoir encore quelque chose, c'est-à-dire avoir une prime supérieure à zéro, même si le prix du sous-jacent se situe au-dessous du prix d'exercice (ce qui donne une valeur intrinsèque nulle). Le temps, on le sait, c'est de l'argent. En tout cas, pour une option, cela peut être vrai.

Autre facteur à prendre en compte : la *volatilité*. Pour deux options de même échéance se rapportant à deux actions différentes, la valeur temps ne sera

pas la même. Tout dépend de la volatilité de l'action. Une action volatile qui peut enregistrer des mouvements rapides et amples sera jugée plus apte à progresser encore avant l'échéance ; son option sera créditée d'une valeur temps plus élevée que celle d'une action aux mouvements moins toniques. Ainsi, la volatilité d'une action est un élément important à prendre en compte pour les options. Il n'est donc pas étonnant qu'elle ait deux définitions, dont l'une fait référence aux options : d'une part, on a la volatilité historique, mesurée à partir des mouvements passés de l'action ; d'autre part, la volatilité implicite, mesurée par les variations de prix des options sur cette action.

Dans la monnaie, à la monnaie, ou en dehors de la monnaie ?

Une référence significative est la position du prix d'exercice par rapport au cours du sous-jacent (nous avons vu la même chose avec les convertibles).

Pour une option d’achat, quand le prix d’exercice est supérieur au cours de l’actif sous-jacent, on est en dehors de la monnaie, quand il en est proche, on est à la monnaie, quand il lui est inférieur, on est dans la monnaie. Pour une option de vente, c’est exactement l’inverse.

Cette position a un effet important sur ce qu’on appelle le *delta* de l’option, c’est-à-dire sa capacité à bouger aussi vite que le sous-jacent. Si une option d’achat sur une action est en dehors de la monnaie, sa valeur intrinsèque est nulle. Une hausse de 1 € de l’action n’entraînera pratiquement aucune réaction de l’option si, malgré cette hausse, le prix de l’action reste loin du prix d’exercice de l’option ; le delta de l’option est alors proche de zéro. Plus le cours de l’action se rapproche du prix d’exercice de l’option, plus le prix de l’option réagit ; son delta se rapproche de 0,5. Ensuite, si l’on est dans la monnaie, c’est-à-dire si le cours de l’action passe au-dessus du prix de l’exercice, le delta se rapproche de 1. Dans ce cas, lorsque l’action monte de 1 €, le prix de l’option monte de près de 1 €. Compte tenu de la différence de prix entre l’action et l’option, le gain est proportionnellement beaucoup plus élevé avec l’option. C’est l’effet de levier classique.

Lorsque Euronext lance des options avec une nouvelle date d’échéance, sept prix d’exercice sont proposés : un à parité (exactement à la monnaie), deux dans la monnaie et quatre hors de la monnaie. À chacun de faire son choix en fonction de sa vision du marché et de sa stratégie.

Les stratégies de base

En achetant ou vendant les options d'achat et de vente, on peut mener quatre stratégies de base :

✓ Pour miser sur la hausse du marché ou d'un titre, on peut acheter une option d'achat. À tout moment, on peut la revendre, avec une plus ou une moins-value, en fonction de l'évolution du marché. Si on garde

l'option jusqu'à maturité, on a alors le choix : soit effectivement l'action considérée a monté, auquel cas on peut l'acquérir au prix d'exercice. Cette opération est intéressante si le titre considéré se situe au-dessus du point mort, c'est-à-dire s'il est supérieur au prix d'exercice augmenté du montant de la prime payée à l'acheteur de l'option. Par exemple, avec un prix d'exercice de 50 € et une prime de 1,12 €, on est gagnant si le cours est passé au-dessus du point mort de 51,12 €. Si, au contraire, le titre a baissé, on n'exerce pas son droit d'achat (on peut trouver moins cher sur le marché) et on subit une perte égale au montant de la prime versée.

✓ Pour miser sur la baisse du marché ou protéger son portefeuille, on achète une option de vente sur un titre ou l'indice CAC 40. À tout moment, on peut revendre son option avec une moins ou plus-value.

À l'échéance, si le marché a effectivement baissé, on vend son *put* sur lequel on réalise un gain qui vient compenser en partie la baisse de son portefeuille. Si le marché se stabilise au-delà du point mort (le prix d'exercice diminué du montant de la prime), évidemment on n'exerce pas son option de vente, sa perte est égale au montant de la prime versée et vient diminuer le gain enregistré sur son portefeuille ; dans ce cas, la prime versée a joué le rôle d'une prime d'assurance.

✓ Pour miser sur une stagnation ou un recul modéré, on vend une option d'achat à un prix d'exercice qui correspond au niveau de perte que l'on est prêt à accepter. Si le cours du titre est monté au-dessus du point mort, l'acheteur de l'option exerce son droit ; dans ce cas, on a pu vendre au prix retenu et le montant de la prime vient augmenter les gains. Si le cours reste au-dessous du point mort, l'acheteur n'exerce pas son droit d'achat, on garde ses titres et la prime encaissée permet un gain malgré la stagnation de leur cours.

✓ Pour miser sur une stagnation ou une hausse modérée, on vend une option de vente. Si, à maturité de l'option, le cours du titre sous-jacent reste au-dessous du point mort, l'acheteur de l'option exercera son droit de vente et on devra acheter les titres au prix d'exercice. C'est encore un prix acceptable, sinon on n'aurait pas vendu une option de vente à ce

prix, et en plus on a encaissé la prime. Si le titre est monté au-dessus du point mort, l'acheteur n'exercera pas son droit de vente (il peut vendre plus cher sur le marché), on n'a pas à acheter le titre et on garde la prime.

À partir de ces quatre stratégies de base, vous pouvez monter des stratégies complexes en jouant sur les prix d'exercice et les maturités. Nous en resterons là pour le moment…

'OUBLIEZ PAS ! Les montants en jeu sur les options doivent atteindre un montant minimal.

Pour les options sur actions, on parle de la quotité, qui représente la quantité

N

de titres sur laquelle porte un contrat. Pour les options de style américain, la quotité est de 100 ; pour un contrat de style européen, elle est de 10. L'ordre

que vous passez à votre courtier est rédigé en nombre de contrats. Par exemple, pour un contrat d'achat d'un *call* de style américain sur une société avec un prix d'exercice de 30 €, le montant sur lequel portera le contrat sera de 3 000 €.

Pour les options sur indice, on parle du multiplicateur, qui est le montant par lequel on multiplie l'indice pour obtenir la valeur sur laquelle porte le contrat. Pour les options sur le CAC 40, le multiplicateur est de 10. Pour une

option d’achat d’un *call* sur le CAC 40 au prix d’exercice de 3 450, le contrat portera donc sur un montant de 34 500 € mais, au jour de l’achat, vous n’aurez à payer que le montant de la prime multiplié par dix.

La lecture de ces chiffres est éloquente : acheter un *put* sur le CAC 40 pour protéger son portefeuille contre un risque de baisse ne se justifie que si l’on a un portefeuille ayant déjà atteint un certain montant puisque un seul contrat porte sur dix fois l’indice.

Autre remarque : l’importance de la valeur temps peut se mesurer facilement. Plus l’échéance est lointaine, plus on a de chances de gagner, et cela a un prix. En effet, plus la maturité est lointaine, plus les options sont chères.

Le prix de l’option dépend aussi du prix d’exercice choisi. Pour une option d’achat, plus le prix d’exercice retenu est élevé, moins l’option est chère car, *a priori*, vos chances de gain sont moins fortes. Pour une option de vente, c’est l’inverse.

Dans cette logique, acheter un *put* pour protéger son portefeuille dans une période où le marché est franchement orienté à la baisse peut coûter cher : en effet, si tout le monde joue la baisse, la prime va fortement augmenter.

L’option n’est pas le remède miracle ; en tout cas, ce remède a un prix !

Inversement, quand l’optimisme est de mise sur le marché, la prime sur les *calls* va avoir tendance à monter. Les options ne sont vraiment très rémunératrices que dans les périodes d’incertitude si l’on a pris position dans le bon sens.

Enfin, il faut faire attention aux taux d'intérêt. Acheter un *call* revient à acheter une action et à la payer plus tard ; le temps ayant un prix, plus les

taux d'intérêt sont élevés, plus le *call* est cher. C'est évidemment l'inverse pour le *put*.

Vous comprenez maintenant pourquoi on vous a dit que les options sont un

domaine très prisé par les mathématiciens !

Toutes ces notions, nous allons les retrouver avec les warrants, que vous

pourriez avoir davantage envie d'utiliser que les options car ils ont été

conçus pour les particuliers.

Chapitre 15 : Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse

311

C'est quoi, un *hedge fund* ?

Dans la mythologie moderne, le *hedge fund* de « fonds spéculatif » et non de « fonds de occupe une place à part : comme on ne sait couverture » ou « d'arbitrage », comme le mot pas trop ce que c'est, on le charge volontiers à mot le suggérerait.

de tous les maux. Qui oserait dire qu'il y a des Pourtant, les stratégies menées sont de natures gérants de *hedge funds* tout à fait respectables très diverses : arbitrages sur les actions ou et que leur travail n'a rien de répréhensible ?

les obligations, analyse microéconomique

Hedge, en anglais, c'est une « haie ». Ce qui en combinant les positions *long* (acheteuses) a donné le verbe *to hedge*, « entourer d'une sur certaines valeurs et *short* (vendeuses) sur haie, protéger ». Dans des dictionnaires datant d'autres, analyse macroéconomique en tâchant d'une époque où les *hedge funds* n'existaient d'anticiper des mouvements sur les Bourses, les pas, on

pouvait déjà trouver ce sens figuré : devises, les matières premières, etc., utilisation

« S’assurer contre une perte possible en faisant des modèles quantitatifs conduisant à une de la contrepartie. »

gestion « automatique » à partir de l’analyse

d’un grand nombre de données statistiques. On

L’idée de départ est donc bien cel e-là : créer trouve aussi des fonds dits « opportunistes », des fonds ayant une totale liberté de gestion et qui se placent sur des entreprises en difficulté, se servant de tous les instruments permettant et des fonds « vautours » qui rachètent la dette de se protéger contre une baisse des cours. très décotée de ces entreprises et essaient d’en Est-il répréhensible d’essayer de protéger tirer le meil eur parti, ce qui n’est pas fait pour son portefeuil e d’actions contre une baisse rendre les *hedge funds* plus sympathiques…

probable de la Bourse en achetant des *puts*

warrants CAC 40 ?

En fait, ces fonds posent principalement trois

problèmes : la plupart sont basés dans des

Mais les mêmes instruments qui permettent paradis fiscaux, ils échappent pratiquement de se protéger peuvent permettre de monter à tout contrôle et les autorités monétaires ne des stratégies beaucoup plus offensives. Des savent pas exactement ce qu’ils font (c’est *hedge funds* puissants se sont attaqués à de un peu moins vrai depuis que de nouvelles grandes monnaies comme la livre sterling règlementations ont été adoptées en 2010 aux dans les années 1990. Avec la quasi-fail ite du États-Unis et en Europe). Les crises successives fonds LTCM, en septembre 1998, le système ont entraîné des disparitions, mais de nouvel es financier international est passé au bord créations sont enregistrées et, au total, cette d’une crise grave. On ne s’étonnera pas que industrie très active compte dans le monde la traduction

française de *hedge fund* la plus environ 7 500 fonds.

communément admise aujourd'hui soit celle

La multiplication des warrants

Importés relativement récemment en France, les warrants présentent des caractéristiques intéressantes, proches de celles des bons de souscription et des options. D'ailleurs ce sont des produits que les établissements financiers fabriquent pour leurs clients en utilisant eux-mêmes les options. Comme les bons de souscription, ils ont le statut de valeurs mobilières et peuvent être mis sur un compte titres ordinaire (mais, comme les options, ils ne peuvent pas entrer dans un PEA). Ils permettent de miser sur l'achat d'un titre (ce sont les *calls warrants*) ou sa vente (ce sont les *puts warrants*) ; mais, à la différence des options, ils ne peuvent être vendus à découvert ; on ne peut vendre un *put* ou un *call* qu'après l'avoir acheté. Ils sont émis par des établissements financiers et cotés par Euronext. Dans les cotes sur Internet, tous les warrants émis par un même établissement sont classés ensemble, mais vous pouvez faire une recherche vous permettant de trouver tous les warrants émis sur un même support (action ou indice) par tous les établissements et faire votre choix. Avant de vous lancer sur ce marché, gardez à l'esprit que les warrants ont d'abord pour but de faire gagner de l'argent à l'établissement qui les émet. À vous de vérifier que les produits

qui vous sont présentés correspondent bien à ce que vous recherchez et voyez si le concurrent n'a pas un warrant dont les caractéristiques sont plus intéressantes pour vous.

Quotité et parité

Auparavant, les warrants ne pouvaient se négocier que par paquets de 500 ou de 1 000 : c'était la quotité. Mais, en avril 2008, la Société Générale a annoncé que ses warrants pourraient se négocier à l'unité. Dans les semaines qui ont suivi, la Commerzbank, BNP Paribas et Citi ont annoncé qu'ils faisaient de même. La négociation à l'unité est désormais la règle ; même si, dans la pratique, on achète toujours les warrants par centaines ou milliers, selon leur prix, il est commode de pouvoir ajuster le montant de son ordre comme on le souhaite.

C'est la fin de la quotité. Reste la parité. Elle indique la quantité de warrants nécessaires pour obtenir le support (ou actif sous-jacent) considéré. Par exemple, un émetteur vous propose des *calls* ou des *puts* sur Accor avec une parité de 4, sur Air liquide avec une parité de 10 et Alcatel-Lucent avec une parité de 1. Bien évidemment, vous l'avez compris, le but du jeu avec les warrants n'est pas d'attendre l'échéance et de les transformer en action (ou en indice ou en quoi que ce soit d'autre), mais de les revendre avant avec un bénéfice. La connaissance de la parité est indispensable pour faire les calculs d'évaluation du prix du warrant.

Chapitre 15 : Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse

313

Le delta

Nous avons vu ce qu'il signifie avec les options. Il est en général exprimé en pourcentage : vers 100 % quand on est dans la monnaie, vers 0 % quand on est hors de la monnaie. Par exemple pour une action cotée à 26,15 €, un call warrant émis avec un prix d'exercice de 30 € est hors de la monnaie ; les écrans nous indiquent un delta de 30,3 %. Autrement dit, une hausse de l'action de 1 € entraînerait une hausse du warrant de 30,3 centimes si on avait une parité de 1. Mais il se trouve que ce warrant a une parité de 10. Donc, dans ce cas, la hausse de 1 € de d'action entraînerait un gain de 3,03 centimes du warrant. C'est peu, direz-vous, mais cela peut s'améliorer. Car le delta varie dans le temps. Sur leurs écrans, les spécialistes de l'établissement émetteur vous donnent le *gamma*, qui indique la vitesse de variation du delta. Plus cette vitesse est élevée, plus le delta monte vite.

Apprécier l'effet de levier

L'intérêt des warrants, comme de tous les produits dérivés, est de permettre des gains plus élevés que si l'on investissait directement sur le support. La mesure de ce surcroît de gain, c'est l'effet de levier, appelé aussi *élasticité*. Pour le calculer, il faut d'abord connaître le levier. On l'obtient en divisant

le cours de l'action par le cours du warrant ajusté de sa parité. Dans notre exemple, quand l'action est cotée à 26,15 €, ce *call* a un cours d'achat de 0,13 € et un cours de vente de 0,14 €. Les calculs se font sur la base du cours de vente, multiplié par 10 pour tenir compte de la parité de 10 pour 1, soit 1,40 €.

Vous divisez 26,15 par 1,40 et vous obtenez 18,6.

Mais, vous l'avez vu, ce *call* a un delta de 30,3 % ; cela veut dire qu'il ne monte pas aussi vite que l'action, ce qui limite l'effet de levier. Pour calculer précisément cet effet, il faut multiplier le levier par le delta. Ce qui nous donne 18,6 multiplié par 0,303, soit 5,66. Rassurez-vous, vous n'avez pas à faire le calcul vous-même. Sur votre écran, vous pouvez lire l'indication : « Élasticité de 5,66. » Mais, sachant comment on la détermine, vous pouvez mieux comprendre ce qu'elle signifie. Pour les plus curieux, signalons que les écrans donnent aussi le *thêta,* qui est une indication de la sensibilité du warrant au temps : toutes choses égales par ailleurs, le warrant subit une érosion de sa valeur et, comme pour les options, plus l'échéance approche, plus cette érosion est forte. Dans notre exemple, la prime du warrant, 0,14 €, est exclusivement composée de valeur temps : comme le cours de l'action support est inférieur au prix d'exercice (le *strike*), la valeur intrinsèque est nulle. Quant au *véga,* il indique la variation du prix du warrant en centimes d'euros pour une variation de 1 point de la volatilité du sous-jacent, action ou indice. On peut voir ainsi que deux warrants ayant le même sous-jacent mais

des prix d’exercice différents ne réagissent pas du tout de la même manière à la variation de la volatilité de ce sous-jacent.

Quelques conseils pratiques

Cela ne vous a sans doute pas échappé à la lecture des pages précédentes : nous sommes là dans un domaine très technique. Comprendre comment fonctionne le marché des warrants ne suffit pas. Il faut aussi savoir éviter quelques pièges que l’investisseur débutant n’est guère en mesure de détecter. Voici quelques conseils issus de l’expérience de boursiers expérimentés.

’OUBLIEZ PAS ! ✓ D’abord, se méfier des warrants à très faible prime. À première vue, ils paraissent très intéressants. Si un produit ne vaut que quelques

N

centimes, il suffit qu’il en gagne un seul pour que la plus-value soit considérable. Qu’il passe de 3 centimes à 4, et le gain s’élève à 33 %. Dans la pratique, cela se produit rarement, car l’émetteur pratique une fourchette de prix, avec un prix d’achat et un prix de vente. Quand on achète un warrant à 3 centimes, la fourchette de prix s’établit à 2 (prix d’achat) – 3 (prix de vente). Pour le revendre à 4, il faut que la fourchette soit passée à 4 (prix d’achat) – 5 (prix de vente), ce qui représente en fait

une variation du prix de l'option de 66 %, ce qui est très peu probable (il faudrait pour cela une hausse au moins équivalente du sous-jacent, en supposant qu'on ait un delta proche de 100 % et une parité de 1 !). Moralité de l'histoire : un warrant à très faible prime a peu de chances de s'apprécier.

✓ **Ensuite, éviter les warrants dont l'échéance est trop proche, car leur valeur temps va se réduire très vite.** En pratique, il est conseillé de multiplier par quatre la durée de vie du warrant par rapport à la période sur laquelle on mise. Par exemple, si vous voulez jouer la baisse du CAC 40 sur un mois, cherchez un produit ayant une durée de vie supérieure à quatre mois. Et, d'une façon générale, méfiez-vous des warrants dont la durée de vie est inférieure à trois mois.

✓ **Éviter enfin d'acheter des warrants dans des périodes de très forte volatilité.** Nous l'avons vu précédemment : une forte volatilité augmente la valeur temps d'une option. Mais, inversement, sa baisse peut accélérer celle de cette valeur. Acheter un warrant en période de forte agitation des marchés, c'est prendre le risque de voir son prix reculer très vite si les marchés retrouvent un peu de calme.

Dans ces périodes compliquées, on peut voir des émetteurs élargir considérablement leur fourchette de prix, avec un écart généralement

de 1 centime pouvant passer à 4 centimes. Parfois, des émetteurs se retirent même du marché, partiellement ou totalement, et n'assurent plus la contrepartie. Il est arrivé que certains demandent une suspension provisoire des transactions. NYSE Euronext, afin de protéger les particuliers, a d'ailleurs mis en place de nouvelles règles : les ordres à cours limité sont désormais les seuls acceptés, pour éviter

que des épargnants achètent leurs warrants à un prix excessif ou ne les revendent à un prix dérisoire parce que l'émetteur n'assurait plus la liquidité du marché.

Tous ces petits problèmes font d'ailleurs que les warrants sont aujourd'hui en perte de vitesse. Il faut dire aussi que la palette des instruments mis à la disposition des investisseurs actifs s'est encore considérablement enrichie au cours des dernières années.

La concurrence des certificats et des CFD

Notre tour d'horizon des produits financiers nouveaux est effectivement loin d'être terminé. Il nous faut encore parler des certificats, pas tous très neufs, et des CFD, qui, eux, représentent la dernière génération.

Des certificats à tout faire

Les certificats sont des valeurs mobilières cotées en continu aux heures de Bourse habituelles (à 5 minutes près, car l'ouverture n'a lieu qu'à 9 h 05). Émis par des établissements financiers, ils permettent de prendre position sur tout ce qui peut avoir une valeur : des actions, des paniers d'actions, des indices boursiers, des matières premières prises individuellement ou regroupées ; leur champ d'action est infini. Par rapport aux warrants et aux options, ils sont beaucoup plus simples à comprendre et à manier ; ils sont souvent moins dangereux, dans la mesure où la plupart d'entre eux ne comportent pas d'effet de levier. Il faut toutefois faire attention : la famille des certificats s'est considérablement élargie au cours des dernières années, et certains d'entre eux peuvent cacher des pièges. Il vaut mieux se renseigner avant. Nous en présenterons ici les principales sortes. Il se peut que votre banque vous propose un produit qui ne figure pas dans notre exposé, mais qui se rattache tout de même à l'une ou l'autre de ces catégories : chaque établissement a développé ses propres appellations, mais on en revient toujours aux mêmes schémas.

Les certificats 100 %

Ce sont les plus classiques, ceux qui proposent simplement de suivre l'évolution d'un panier d'actions, d'un indice ou d'une matière première. Si le sous-jacent gagne 1 %, le certificat gagne 1 %. Par exemple, pour le CAC 40,

la

parité est généralement de 10. Si le CAC 40 vaut 3 000 points, le certificat vaut

300 € et si l'indice passe à 3 500 points, le certificat vaudra 350 €. Ce type de

certificat, déjà relativement ancien, est très fortement concurrencé par les

trackers, qui offrent les mêmes services et peuvent la plupart du temps entrer dans un PEA, ce qui n'est pas le cas des certificats.

Un avantage toutefois : on peut trouver, pour jouer sur les indices étrangers,

des certificats dits *quanto*, qui comportent une protection contre le

risque de change. Par ailleurs, ils peuvent permettre de jouer la hausse

(certificats *bull*) ou la baisse (certificats *bear*). Mais, attention, le certificat *bear* comporte un piège, que l'on rencontre souvent : celui de la valeur

désactivante. Un certificat *bear* est accompagné d'une valeur de référence.

Par exemple, vous pouvez acheter un *bear* CAC 40 3 500 points. Quand

l'indice est à 3 000, vous le payez 50 €, soit la différence entre 3 500 et

3 000, divisée par 10 (on est dans une parité de 10). L'indice recule encore

et tombe à 2 700 points ; le certificat passe à 80 €. C'est magnifique : pour

une baisse de l'indice de 10 %, vous avez enregistré un gain de 60 %. Mais

la tendance s'inverse brutalement et le CAC 40 remonte à 3 550 points ; le

niveau de référence est dépassé, la barrière désactivante tombe, la valeur

de votre certificat est nulle, vous avez tout perdu. Notons toutefois que certains certificats *bear* comportent un seuil de sécurité inférieur au seuil de référence : ils se désactivent dès que ce seuil de sécurité est atteint, de façon à assurer un remboursement minimal.

Les certificats cappés et floorés

A priori, ils vous offrent une certaine sécurité, dans la mesure où vous jouez la variation du support à l'intérieur d'une certaine fourchette ; vous avez donc de fortes chances d'être gagnant, mais en contrepartie vos gains seront limités et vous risquez même de tout perdre. Exemple : on est en février, le CAC 40 est à 3 470 points. Vous estimez possible qu'il aille au-delà, mais vous préférez jouer la prudence. Vous achetez à 132 € un certificat « cappé » pour jouer la hausse à l'échéance du 15 juillet avec une borne basse à 3 200 et une borne haute à 3 400. Si, à cette date, l'indice se situe entre ces deux bornes, vous serez remboursé de la différence entre le niveau atteint et la borne basse, soit, par exemple, 80 € si le CAC 40 est à 3 280. Si l'indice résiste et reste au-dessus de 3 400 points, quel que soit son niveau exact, vous toucherez la différence entre les deux bornes, soit 200 €. Si l'indice revient en dessous de 3 200 points, vous perdez la totalité de votre mise initiale. Quand on dit que les certificats cappés permettent de jouer la hausse, il serait plus exact de dire que le cours du sous-jacent à l'échéance doit être au-dessus des bornes choisies pour que l'on soit gagnant.

Le raisonnement est exactement inversé pour un certificat « flooré », qui permet de jouer la baisse entre deux niveaux de référence à une date donnée ; votre gain sera maximal si l'indice reste en dessous de la borne basse, il disparaîtra si l'indice passe au-dessus de la borne haute. Dans notre exemple, si on ne croit pas trop à la hausse, on choisira un certificat flooré avec les deux mêmes bornes à 3 200 et 3 400 au 15 juin que l'on paie 77 €. Si,

à l'échéance, l'indice est au-dessous de 3 200, on touche le maximum, soit 200 € ; si l'indice dépasse 3 400, on ne touche rien.

D'une façon générale, les certificats cappés ou floorés sont à jouer dans des contextes modérément haussiers ou baissiers.

Chapitre 15 : Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse

317

Les certificats cappés+ et floorés+

Ce sont des certificats cousins des précédents, avec un attrait supplémentaire : même si, à l'échéance, le cours se situe entre les deux bornes, on touche la somme maximale définie par l'écart entre elles deux. Mais si, en cours de vie du certificat, le support passe au-dessous de la borne basse pour un cappé+ ou au-dessus de la borne haute pour un flooré+, le certificat perd cet avantage et se comporte alors comme un cappé ou un

flooré simple.

Le certificat discount

Avec lui, on franchit une nouvelle étape dans la diversification des stratégies. Dans la Bourse de grand-papa, on ne gagnait qu'à la hausse. Ensuite, avec les ventes à découvert, les options, etc., on a trouvé le moyen de gagner à la baisse. Avec le certificat discount, on peut voir venir avec sérénité ce qui restait le dernier cauchemar des spéculateurs : la stabilité. Avec lui, vous achetez un support quelconque, action cotée ou indice, avec un rabais pouvant aller jusqu'à 20 % ; à l'échéance, en moyenne un an plus tard, vous êtes remboursé au prix de marché de ce bien. Même s'il n'a pas monté entre-temps, ou même s'il a légèrement baissé, vous êtes gagnant. En contrepartie, il est prévu un prix maximal de remboursement, quelle que soit la valeur de marché de ce support à l'échéance. Ainsi, vous achetez 85 € une action cotée à 100 € ; dans un an, vous serez remboursé au cours qui sera enregistré sur le marché, avec un maximum de 130 €. Compte tenu du rabais de 15 € obtenu à l'achat, votre performance sera supérieure à celle que vous auriez obtenue en achetant l'action en direct, tant que celle-ci n'aura pas dépassé 145 €.

Un point est à souligner : le certificat sur une action ne donne pas droit au dividende ; celui-ci est encaissé par l'émetteur, qui a acheté l'action pour « construire » le certificat. Or, le dividende joue un rôle d'autant plus

important dans la performance globale d’un portefeuille que la plus-value est mince.

Le certificat bonus

Il peut se jouer dans une perspective plus longue, entre un et trois ans. À l’achat, il se paie au même prix que le sous-jacent, avec un gain potentiellement illimité et l’assurance d’un rendement minimal dans certaines conditions. Là encore, on trouve une borne haute, qui est le niveau bonus, et une borne basse, qui est le seuil de sécurité. Deux cas de figure sont à distinguer.

Premier cas : le seuil de sécurité n’est jamais atteint au cours de la vie du certificat. Si le niveau bonus est dépassé à l’échéance, le remboursement se fait au cours du sous-jacent. Si le cours s’établit entre les deux bornes, le remboursement se fait au niveau du bonus.

Second cas : la borne basse a été atteinte avant l’échéance. Il n’y a alors plus de bonus : quel que soit le cours du sous-jacent à l’échéance, vous serez remboursé à ce prix.

On voit bien l’intérêt de ce certificat : il offre une certaine sécurité, dans la mesure où les chances d’être remboursé au niveau du bonus sont assez nombreuses. En contrepartie, dans tous les cas où vous êtes remboursé au

cours en vigueur à l'échéance, vous faites moins bien que celui qui a acheté l'action en direct, car celui-ci a touché éventuellement un ou plusieurs dividendes dans l'intervalle. Ce type de certificat est donc peu adapté aux actions offrant un fort rendement.

Précisons qu'il existe plusieurs variantes : le bonus cappé, le bonus cliquet, etc. Vous en découvrirez les subtilités en lisant les documents descriptifs du certificat qui vous intéresse.

Les certificats jet ou sprint

Les appellations diffèrent selon l'émetteur, mais le principe est le même. Ce type de certificat permet de multiplier par deux la hausse du sous-jacent entre deux bornes, avec une limite : le remboursement maximal.

À l'échéance, si le sous-jacent se situe entre la borne basse (généralement le prix d'émission) et la borne haute, l'investisseur est remboursé avec un gain correspondant à deux fois la différence entre le cours affiché et la borne basse. Si la borne haute est dépassée, on a automatiquement droit au remboursement maximal. Imaginons un certificat sur une action émis à 40 €, la borne basse sera de 40, la borne haute de 44 et le maximum de remboursement de 48. Si, à l'échéance, le cours de l'action se situe entre 40 et

44, on gagne deux fois plus que si l'on avait acheté l'action en direct. Dès que

le cours de l’action dépasse 44 €, on arrive au remboursement maximal de 48 €. En revanche, si l’action termine sous la borne basse, par exemple à 35 €,

vous n’êtes remboursé que de ce prix. Et si, au contraire, elle s’envole au-delà de 48 €, vous ne serez toujours remboursé que de 48 €.

Conclusion : ce type de certificat est intéressant en cas de hausse modérée bien anticipée. Si la hausse est très forte, on passe à côté…

Le certificat turbo, la nouvelle star

Amateurs de sensations fortes, ce produit est fait pour vous. Mais n’y consacrez pas toutes vos économies. Car si vous pouvez gagner beaucoup, vous pouvez facilement tout perdre. Le certificat turbo permet de jouer à très court terme les variations à la hausse ou à la baisse de son sous-jacent. Le principe est simple : si le sous-jacent évolue dans le sens souhaité, vous pouvez doubler, tripler ou plus votre mise en quelques heures ou en quelques jours. En revanche, si son cours tombe en dessous d’un certain

niveau, appelé la « barrière désactivante » (très souvent au même niveau que le prix d’exercice), le certificat expire et votre mise est perdue.

Prenons l’exemple d’un *turbo call* (qui permet de jouer la hausse) sur

le CAC 40. Le certificat est émis avec un prix d'exercice et une barrière désactivante du même niveau, 3 300 points, avec une parité de 100 pour 1. La valeur théorique de votre certificat se calcule en faisant la différence entre le cours du CAC 40 et le prix d'exercice et en la divisant par 100. Si le CAC 40 est à 3 400 points, il vaut le centième de 100, soit 1 € (dans la pratique, l'émetteur le vendra plus cher). L'indice gagne 100 points en trois jours, soit une progression de 2,94 % ; votre certificat passe alors à 2 €, soit une progression de 100 %. Inutile de vous en dire plus : gagner 100 % en trois jours, ce n'est pas mal (en réalité, ce sera moins, du fait de la différence entre les prix d'achat et de vente des certificats). Supposez maintenant que le CAC 40 tombe à 3 320 points. Vous faites alors le pari d'acheter ce certificat à 20 centimes. L'indice remonte de 100 points à 3 420 points, votre certificat grimpe à 1,20 €, soit une progression de 500 % ! Autrement dit, plus le prix du sous-jacent est proche de la barrière désactivante, plus l'effet de levier est important. Mais plus aussi le risque de tout perdre est fort, ce qui serait le cas dans notre exemple si le CAC 40 passait au-dessous de 3 300.

Conclusion : le *turbo call* ou *put* mérite qu'on s'y intéresse si l'on est vraiment audacieux et si l'on a des convictions fortes. Par exemple, on peut acheter un *turbo call* sur une action à la veille de la publication du résultat d'une société si l'on est persuadé qu'il sera meilleur que prévu par les analystes et que

le cours va réagir vigoureusement. Mais, à moins d'être très joueur, il vaut mieux choisir un call avec une barrière désactivante suffisamment éloignée pour se laisser une petite marge de sécurité. Et, surtout, il faut réagir vite si les choses tournent mal. Un certificat turbo se surveille plusieurs fois par jour. C'est un travail à plein temps !

Pour tous les certificats qui comportent une barrière désactivante, faites attention si le sous-jacent est coté aussi sur des places étrangères, donc en dehors des heures d'ouverture de la Bourse de Paris : votre certificat risque d'être désactivé sans que vous puissiez réagir. C'est le cas des turbos sur l'or, qui est coté pratiquement sans interruption à travers le monde. C'est évidemment le cas aussi des certificats sur des valeurs étrangères. Pour s'éviter des réveils ou des retours de week-end difficiles, il vaut mieux, si l'on s'intéresse à ces sous-jacents, n'intervenir qu'à une certaine distance de la barrière.

Les CFD, Contracts For Difference

C'est la dernière nouveauté. Vous ne pouvez pas être plus à la pointe des techniques de spéculation offertes aux investisseurs individuels qu'en les utilisant. Les CFD ne sont pas en réalité si nouveaux que cela, mais ce n'est

que depuis novembre 2007, en application de la directive européenne sur

les marchés d’instruments financiers, que l’on peut y avoir accès depuis un compte en France. Leur fonctionnement se rapproche beaucoup de celui du SRD, avec plus de simplicité (pas de liquidation mensuelle), moins de frais, la possibilité d’intervenir 24 heures sur 24 sur certains sous-jacents comme les devises ou en tout cas avec une plage horaire très large (de 8 h à 22 h sur le CAC 40), avec une gamme de sous-jacents extrêmement riche : indices, actions, matières premières, devises… IG Markets, par exemple, le leader mondial pour ce type de produits, propose une palette de sept mille cinq cents supports. À Paris, près de la moitié des transactions se fait sur le CAC 40.

Le CFD n’est pas une valeur mobilière : c’est un contrat que vous passez avec un prestataire de services comme IG Markets par l’intermédiaire de votre courtier. À la différence des options ou des warrants, il n’y a pas ici de valeur temps. Vous passez un ordre d’achat ou de vente sur un produit, vous effectuez un dépôt de garantie (la couverture) qui équivaut selon les cas à 5, 10 % ou plus du montant de la transaction (plus la quantité négociée augmente, plus on vous demandera un niveau de couverture élevé). Quand vous le souhaitez, vous dénouez votre position et votre compte est crédité (ou débité) de la différence de valeur constatée entre l’ouverture et la fermeture du contrat. Tout l’intérêt de l’opération réside évidemment dans le

levier entre la mise initiale et le montant réel de la transaction.

Par exemple, vous achetez mille CFD sur le CAC 40, avec un point du CAC 40

qui vaut 10 €. Votre investissement porte sur 10 000 €, mais vous n'avez engagé que 1 000 € (la couverture). Le CAC 40 monte de cent points, vous gagnez 1 000 €. Mais s'il perd cent cinquante points, vous êtes perdant de 1 500 €, soit un montant supérieur à celui de votre couverture. Vous devez remettre au pot 500 €.

Cet exemple montre qu'un certain nombre de précautions sont à prendre.

✓ D'abord, n'engagez pas tout votre capital dans ces opérations. Votre dépôt chez votre courtier ne doit jamais être mobilisé entièrement en couverture de vos opérations. Dans notre exemple, si vous avez déposé 1 500 € et initié cette opération avec une couverture de 1 000 €, vous avez un montant disponible de 500 € qui servira à couvrir votre perte. Si ce n'était pas le cas, votre courtier aurait déclenché un appel de couverture. Dans la pratique, les courtiers vous conseilleront de ne pas exposer plus de 50 % du capital déposé chez eux.

✓ Pour les CFD, comme pour tous les produits très spéculatifs, il est nécessaire de suivre attentivement ses positions et de ne pas laisser les pertes se creuser. Il est d'ailleurs recommandé d'utiliser les ordres stop, pour couper votre position à un niveau préalablement défini.

Attention, toutefois, un ordre stop peut ne pas suffire à vous protéger contre les mauvaises surprises. Prenons l'exemple d'une action achetée à 50 €. Par

prudence, vous avez choisi de laisser un ordre stop à 45 €. Mais il se trouve que de mauvaises nouvelles tombent pendant la nuit et que le lendemain, à l'ouverture du marché, cette action chute d'emblée à 40 € sans s'être arrêtée à 45 € ; votre ordre sera exécuté à 40 €, ce qui représente une perte deux fois plus grande que celle que vous aviez envisagée. Pour être vraiment protégé, il aurait fallu que vous passiez un ordre stop garanti, qui aurait été exécuté à 45 € quoi qu'il arrive. Pour bénéficier de cette garantie, il faut verser une commission supplémentaire au moment où l'on ouvre sa position.

Faites attention aussi à l'effet de levier. Certaines publicités, notamment pour des sites spécialisés dans les opérations sur le Forex (les devises) vous proposent des effets de levier de 400. C'est de la pure folie, du suicide. Sur le Forex, l'effet de levier est généralement de 100, ce qui est déjà extrêmement dangereux. Sur les matières premières, il est de l'ordre de 30 ; sur les actions et les indices, il oscille plutôt entre 10 et 70.

Certains courtiers proposent des minicontrats. Par exemple, ils vous proposent le point de CAC 40 à 2 € au lieu de 10 €. Avec une couverture de

1 000 €, vous n’êtes investi que sur 2 000 €, ce qui limite les risques. Nous vous conseillons vivement de choisir cette formule pour commencer, le temps de faire votre apprentissage.

Des exemples concrets

Les exemples qui suivent sont fournis par un courtier dans ses sessions de formation. Les frais indiqués peuvent donc être un peu différents dans un autre établissement. Mais le mécanisme est toujours le même.

Nous allons voir deux opérations portant sur la même action – l’une gagnante, l’autre perdante :

✓ L’action EDF cote 30,86/30,87 à Paris. Vous ouvrez une position acheteuse sur 1 000 CFD, soit 30 870 €. La couverture est de 10 %, soit 3 087 €. Les frais à l’achat sont de 0,10 %, soit 30,87 €.

Un mois plus tard, vous décidez de clore votre position à un cours de 37,52 €. Votre gain est de 6,65 € par CFD, soit 6 650 €. De ce montant sont aussi déduits des frais à la vente de 0,10 %, soit 37,52 €, et des frais de financement de 146 € (nous allons y revenir). Le bénéfice net de votre opération est de 6 435,61 €.

✓ Prenons le même point de départ et la même position acheteuse. Mais cette fois, le cours baisse et, au bout d’un mois, vous soldez votre position à 28,12 €. Votre perte est de 2,75 € par CFD, soit 2 750 € au total.

Compte tenu de tous les frais, l'opération se solde pour vous par une perte nette de 2 919,99 €, soit presque l'équivalent de votre couverture (3 087 €, rappelons-le).

Précision

Nous avons dit précédemment que pour les CFD, il n'y avait pas de valeur temps, du fait qu'il n'y a pas de date d'échéance. Mais pourtant, là aussi, le temps, c'est de l'argent. Car celui qui fabrique les CFD doit lui-même se couvrir pour être en mesure de vous verser vos gains éventuels. Sur une position acheteuse (longue), vous payez à coup sûr des frais de financement ; sur une position vendeuse (courte), il se peut que vous n'ayez pas à en payer, cela dépend du niveau des taux d'intérêt. Pour un CFD sur le CAC 40 ou une valeur française, le taux de référence sera l'Euribor 1 mois ; pour une valeur anglaise, ce sera le Libor 1 mois, etc. Et à ce taux de référence, s'ajoute généralement un pourcentage fixe (3,5 % par an dans notre exemple).

Donc de toute façon, même si vous n'êtes pas contraint par une échéance précise avec les CFD, vous devez faire attention de ne pas maintenir votre position sur une période trop longue car les frais de financement continuent à monter au fil des jours.

Les futures ou contrats à terme

Ce panorama de toutes les techniques réservées aux investisseurs avertis ne serait pas complet si nous ne parlions pas des contrats à terme qui trouvent leur origine dans les marchés de matières premières. Pour un producteur de matières premières agricoles ou industrielles, il est important d'avoir une certaine visibilité sur les recettes futures. Vendre à l'avance sur un marché à terme une partie de sa production lui permet de savoir avec exactitude ce qu'il va toucher dans les prochains mois. Encore faut-il qu'il y ait des acheteurs en face de lui. Ces acheteurs peuvent être des industriels, soucieux de maîtriser le coût de leurs approvisionnements, mais aussi des investisseurs professionnels ou des particuliers qui souhaitent miser sur la hausse ou la baisse de ces produits et revendre les contrats avant leur échéance (on peut spéculer sur le cuivre sans avoir envie d'en retrouver plusieurs tonnes dans son jardin). La technique des contrats à terme a été étendue à toute une gamme de produits financiers, par exemple aux contrats à terme sur les indices.

Le future CAC 40

Le contrat à terme sur lequel un investisseur individuel français peut être amené à se placer est le future CAC 40 proposé par NYSE Liffe. Disons-le tout de suite : ce contrat est d'abord destiné aux professionnels car ce sont eux qui tiennent le marché et, comme nous l'a affirmé un courtier, 95 % des

particuliers qui viennent sur ce marché perdent de l'argent…

Chapitre 15 : Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse

323

La mise est élevée. Pour chaque contrat, un point d'indice vaut 10 €. La taille du contrat est égale à la valeur du future sur l'indice CAC multipliée par 10. Si le future cote 3 500, chaque contrat vaut 35 000 €. La barre est d'emblée placée assez haut !

Les cotations s'étendent de 8 h à 22 h, avec une session de jour qui se termine à 18 h 15 et une session de nuit jusqu'à 22 h, très animée car le marché bouge au rythme de Wall Street. Cette distinction entre les séances est importante. Car chaque jour, à 17 h 35, est calculé un cours de compensation sur la base duquel sont effectués les appels de marge destinés à couvrir l'éventuelle dépréciation de la position ouverte. Pour la session de jour, les ordres sont compensés sur la base du cours de compensation de ce jour ; pour les ordres passés durant la session de nuit, c'est le cours de compensation du lendemain qui s'applique.

On peut choisir entre quatorze échéances : trois échéances mensuelles rapprochées, trois échéances trimestrielles et huit échéances semestrielles, sachant que l'échéance mensuelle en cours (pour le troisième vendredi du mois, à 16 heures) est la plus active. La liquidation des contrats arrivés

à échéance se fait par le versement de la différence entre le cours de compensation de la veille et le cours de liquidation ; il n'y a pas de livraison de titres.

Pour ouvrir une position, il faut un dépôt de garantie, exigé par la chambre de compensation, LCH.Clearnet SA ; le montant de ce dépôt peut être révisé à tout moment, en fonction de la volatilité des marchés. Au début 2012, par exemple, il était de 2 500 € par contrat. Mais votre intermédiaire peut demander un montant supérieur et c'est probablement ce qu'il fera ; il vous demandera un coussin de sécurité supplémentaire pour faire face aux appels de marge.

Chaque jour, la chambre de compensation calcule les pertes ou gains de la journée correspondant à la différence entre le cours de compensation de la veille et celui du jour. Ces appels de marge sont crédités ou débités chaque jour par votre intermédiaire. Si votre compte n'est pas suffisamment approvisionné, votre intermédiaire est en droit de solder tout ou partie de votre position et d'utiliser le dépôt de garantie pour régler l'appel de marge.

Soulignons que chaque variation de l'indice d'un point coûte ou rapporte 10 €. Cela peut aller vite. Le contrat à terme CAC 40 est typiquement le genre de produit où l'on déboucle sa position le jour même et que l'on ne garde jamais plus d'une semaine.

Avant de vous ouvrir un compte spécial pour ces opérations, votre intermédiaire fera très certainement un test de vos connaissances et demandera à pouvoir vous joindre rapidement sur votre portable ou par e-mail. N'oubliez pas que vous jouez gros, et contre des professionnels de surcroît !

'OUBLIEZ PAS ! Toutes les techniques présentées dans ce chapitre ont d'ailleurs un point commun : elles sont réservées à ceux qui suivent la Bourse de près. Non

N

seulement il faut avoir bien compris comment ça fonctionne et quels sont les risques pris, mais il faut ensuite se tenir informé du déroulement des opérations et réagir très vite, que ce soit pour prendre son bénéfice ou pour limiter ses pertes. Ne vous laissez pas entraîner par votre banquier ou un autre intermédiaire dans ce genre d'aventure sans être sûr que c'est bon pour vous. Trop souvent encore, malgré un encadrement assez strict en théorie de la commercialisation de ces produits, les journaux financiers reçoivent des appels au secours de gens qui se retrouvent avec des warrants ou des certificats sans savoir exactement ce que c'est…

En tout cas, si vous perdez de l'argent avec des warrants, des certificats turbo ou des CFD, ne vous étonnez pas : tous ceux qui se risquent à utiliser

ces produits dérivés ont, un jour ou l'autre, pris une bonne « gamelle ». Ce qui compte, c'est le résultat global de l'ensemble de vos opérations. Et si vous êtes gagnant, vous serez deux à être contents : vous, bien sûr, et votre percepteur. Car, ne l'oubliez jamais, les gains boursiers aussi sont imposés !

Chapitre 16

Tirer le meil eur parti possible des règles fiscales

Dans ce chapitre :

- Comment les revenus de valeurs mobilières et les plus-values sont imposés
- Alléger la facture avec le plan d'épargne en actions et l'assurance vie

P ayer beaucoup d'impôts est, paraît-il, bon signe : cela prouve qu'on a gagné beaucoup d'argent. Admettons. Mais on peut être bon citoyen et faire attention à ne pas payer plus d'impôts qu'on ne le devrait. De surcroît, il existe des régimes fiscaux particuliers en faveur de l'épargne en actions : pourquoi ne pas les connaître et en bénéficier ? Nous allons en parler. Mais, auparavant, deux remarques.

D'abord, il faut saluer la grande activité déployée par nos ministres, hauts fonctionnaires, députés et sénateurs. Non seulement la législation fiscale est abondante et complexe, mais elle change tout le temps. Dans les pages qui vont suivre, nous faisons le point sur les principales règles en vigueur au

début de 2012. Il se peut qu'au moment où vous aurez besoin de les appliquer,

elles aient déjà été modifiées sur quelques points. Soyez vigilants, informez-vous, vérifiez que vos connaissances sont toujours d'actualité.

Ensuite – cette remarque s'adresse aux plus âgés –, certains dispositifs que vous avez rencontrés dans le passé n'existent plus. Il en est ainsi de l'avoir fiscal. Et comme ils n'existent plus, nous n'en parlerons pas. Pourquoi passer du temps à vous expliquer le mécanisme de l'avoir fiscal pour vous dire ensuite que ce n'est plus comme cela que ça marche ? Mais le simple fait que ce mécanisme, plusieurs années après sa disparition, soit encore dans beaucoup d'esprits appelle une mise au point. Ce dispositif se justifiait parce que les bénéfices réalisés par les entreprises sont déjà frappés par l'impôt sur les sociétés ; il ne pouvait être question de les imposer encore une fois après leur distribution sous forme de dividendes aux actionnaires. Les nouvelles règles fiscales veillent aussi à éviter cette double imposition ; cela explique qu'elles ne soient pas d'une simplicité exemplaire.

Les règles de base du régime fiscal des

valeurs mobilières

Comme nous avons eu l'occasion de le voir à de multiples reprises au cours des pages précédentes, les gains que l'on peut réaliser en Bourse sont de

deux sortes : la plus-value enregistrée au moment de la vente de ses titres, si le prix de vente est supérieur au prix d'achat (sinon, c'est une *moins-value*, qui peut avoir un intérêt fiscal), et la rémunération encaissée le cas échéant pendant la période de détention des titres (dividende ou coupon). Comme on peut le supposer, ces deux formes de gains ne sont pas imposées de la même façon.

L'imposition des plus-values

Le régime d'imposition des plus-values a longtemps été une curiosité fiscale. On n'était pas imposé tant que le volume des cessions de valeurs mobilières réalisées dans l'année n'avait pas dépassé un certain seuil, dit seuil de cession. Et une fois qu'on avait dépassé ce seuil, on était imposé sur toutes les plus-values réalisées. Résultat : par crainte de déclencher l'imposition, des particuliers gardaient parfois en portefeuille des titres qu'ils auraient préféré céder. Cette contrainte de gestion n'existe plus depuis 2011 mais, en contrepartie, on paie l'impôt sur les plus-values quel que soit le montant des cessions réalisées et quel que soit le montant de ses gains. On est imposé dès le premier euro gagné.

La Palice aurait pu le dire : pour qu'il y ait imposition, il faut qu'il y ait des gains… La base de calcul sera la somme algébrique des plus-values et des moins-values réalisées à chaque cession (on retient le chiffre net, après les frais). Si les plus-values l'emportent, leur montant net sera imposé à 32,5 % :

19 % d’impôt forfaitaire et 13,5 % de contributions sociales (CRDS, CSG, prélèvement social, contribution additionnelle et revenu de solidarité active). Si ce sont les moins-values qui l’emportent, leur montant net pourra venir en déduction d’éventuelles plus-values dans les dix années suivantes.

Ne pas hésiter à faire apparaître des moins-values

Quand l’année a été mauvaise, il ne faut pas hésiter à vendre des titres et faire apparaître des moins-values qui pourront être déduites des plus-values ultérieures. Si vous souhaitez garder ces titres en portefeuille, vous pouvez faire avant la fin de l’année un vendu-acheté : vous vendez et achetez simultanément vos titres. Résultat : vous les avez toujours, mais vous avez fait apparaître une moins-value. Si vous prévenez votre courtier avant de

procéder à cette double opération, il y a des chances qu’il accepte de vous compter des frais pour une seule opération seulement.

Fausse joie pour les investisseurs de longue durée

Une loi votée fin 2005 avait mis en place un dispositif comparable à ce qui existait à l’époque pour les plus-values immobilières : abattement sur la plus-value d’un tiers pour les titres détenus plus de six ans, de deux tiers pour les titres détenus plus de sept ans et exonération totale pour les

titres détenus plus de huit ans. Ce régime, mis en place en 2006, devait commencer à s'appliquer dans les faits en 2012 et avoir un effet intégral (possibilité d'exonération totale) en 2014. Las, ces dispositions favorables aux

investisseurs de long terme n'ont pas résisté au durcissement de la fiscalité prévu par la loi de finances pour 2012. Le système est supprimé. Seule subsiste à titre transitoire la mesure prise en faveur des dirigeants de PME cédant leurs titres à l'occasion de leur départ à la retraite, et cela jusqu'au 31 décembre 2013.

Un nouveau dispositif très restrictif est mis en place. Ce mécanisme de report d'imposition ne concerne que ceux qui ont détenu au moins 10 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés pendant les huit années précédant la cession. De plus, le cédant doit réinvestir 80 % du montant de la plus-value net de prélèvements sociaux dans un délai de trente-six mois, dans la souscription en numéraire au capital initial ou dans l'augmentation de capital d'une société exerçant une activité professionnelle (ce qui exclut les sociétés civiles) à hauteur de 5 % au moins du capital de celle-ci. Il ne doit pas avoir été associé de cette société avant l'opération d'apport et ne pas y exercer de fonction de direction. Après cinq ans de détention des titres acquis, la plus-value initiale est définitivement exonérée.

C’est un peu compliqué mais, si vous avez bien suivi, vous avez tout de suite compris : cela ne vous concernera probablement pas. Le petit cadeau fait aux investisseurs de long terme a bel et bien disparu avant même d’avoir existé. Ceux qui gardaient leurs titres depuis 2006 en espérant bénéficier d’une exonération de leurs éventuelles plus-values en sont pour leurs frais.

L’imposition des revenus

Pour les actions comme pour les obligations, la règle est maintenant le choix entre l’intégration de ces revenus dans l’ensemble des revenus du foyer fiscal et donc leur imposition au taux progressif de l’impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) ou alors l’imposition forfaitaire. Jusqu’aux dividendes et coupons d’obligations perçus en 2011, le taux d’imposition forfaitaire était le même. À partir de 2012, il y a une différence. Pour les dividendes, le prélèvement forfaitaire libératoire est de 21 % et 13,5 % de

prélèvements sociaux, soit un total de 34,5 %. Pour les coupons d’obligations,

le prélèvement forfaitaire libératoire est passé à 24 %, ce qui donne un total de 37,5 % avec les prélèvements sociaux.

Beaucoup de gens commettent l’erreur de préférer systématiquement la seconde solution, par crainte de voir leurs revenus passer dans une tranche d’imposition plus élevée. Or, dans la pratique, on constate que seuls les

contribuables qui atteignent les tranches imposées à 30 % ou 41 % ont intérêt à faire ce choix.

Pour les actions, ce choix est même réservé à une partie de ceux qui atteignent la tranche imposée à 41 %, compte tenu du dispositif avantageux dont elles bénéficient. En effet, pour éviter la double taxation des bénéfices distribués, on pratique sur les dividendes un abattement de 40 % sur leur montant total, puis un deuxième abattement de 1 525 € pour une personne seule et de 3 050 € pour un couple. Jusqu'aux dividendes perçus en 2010, il était possible de déduire du montant de l'imposition un crédit d'impôt de 50 % des dividendes, avec un plafond à 115 € pour une personne seule et à 230 € pour un couple. Cette disposition a été supprimée, mais il reste la possibilité de déduire la CSG (une partie de la CSG, 5,8 %, est déductible de l'impôt, l'autre ne l'est pas).

Si l'on opte pour le prélèvement libératoire, on ne bénéficie pas de ces dispositions. C'est pourquoi l'intégration des dividendes dans le revenu imposable est toujours plus avantageuse, y compris pour les contribuables imposés à 41 %, à moins que les dividendes perçus ne dépassent 51 166 € pour un célibataire et 102 332 € pour un couple, ce qui correspond respectivement à des portefeuilles d'actions de 1,7 million et 3,4 millions, si l'on se base sur un rendement moyen de 3 %. Conclusion : réfléchissez

bien et faites bien vos calculs avant de foncer sur le prélèvement forfaitaire libératoire.

Pas de cadeau pour les sociétés foncières

Si vous avez en portefeuille des actions de sociétés foncières ayant le statut de SIIC (sociétés d'investissement immobilier cotées), l'information n'a pas dû

vous échapper : à compter de l'imposition des revenus 2011, les dividendes versés par les sociétés foncières ne bénéficient plus de l'abattement de 40 % et ceux qui les perçoivent ne peuvent plus opter pour le prélèvement forfaitaire libératoire. Explication : les SIIC ne paient pas d'impôt sur les bénéfices et leur statut les oblige à redistribuer à leurs actionnaires 85 % des bénéfices tirés de la location de leurs immeubles et 50 % des bénéfices tirés de leur cession. Dans ce cas, l'abattement de 40 % ne paraît guère justifié. Ce statut très favorable avait été voté en toute connaissance de cause fin 2002, car on craignait alors la concurrence des sociétés foncières espagnoles. Cette concurrence ayant diminué fortement du fait des difficultés rencontrées dans l'immobilier en Espagne, le législateur s'est empressé de revenir à des dispositions plus orthodoxes…

Par ailleurs, à compter du 21 octobre 2011, on ne peut plus loger des titres de

SIIC dans un PEA, mais ceux qui en avaient dans leur PEA avant cette date

peuvent les garder.

Comment réduire son ISF

Si vous ne payez pas l'impôt sur la fortune, les entreprises non cotées, que des entreprises vous vous épargnez bien des tracas. Car les cotées sur Alternext ou le marché libre si malheureux assujettis doivent consentir à el es remplissent les critères prévus : moins beaucoup de calculs.

de 250 salariés, chiffre d'affaires hors taxes

Les valeurs mobilières font partie, évidemment, inférieur à 50 mil ions d'euros et bilan inférieur des éléments du patrimoine à déclarer. Ceux à 43 mil ions d'euros.

qui ont à faire la déclaration en juin ont le choix La souscription au capital de tel es entreprises entre deux formules : ou prendre le dernier cours donne droit à une réduction d'impôt sur le connu au 31 décembre précédent, ou retenir revenu ou d'ISF : il faut choisir l'une ou l'autre la moyenne des cours des trente dernières solution ou panacher les deux, mais en aucun séances de l'année. Pour chaque valeur, ils cas le même investissement ne peut donner peuvent choisir le cours le plus avantageux. Des droit aux deux réductions. Pour l'impôt sur le cotes spéciales ISF sont publiées par les revues revenu, on peut obtenir une réduction égale à et les sites spécialisés chaque mois de mai.

18 % des sommes versées dans la limite d'un

Les aides fiscales à la souscription au capital plafond de 50 000 € pour une personne seule de PME à leur création ou à l'occasion d'une ou de 100 000 € pour un couple, sachant que la augmentation de capital ne concernent que réduction annuel e maximale est plafonnée à marginalement la Bourse, puisque sont exclues 9 000 ou 18 000 €. Pour l'ISF, la réduction est du bénéfice de ces dispositions les entreprises de 50 % du montant investi, sachant qu'el e ne cotées sur un marché réglementé français ou peut excéder 45 000 €.

étranger. Ne peuvent donc être retenues, outre

Des cas particuliers

L'application de ces règles générales peut s'avérer extrêmement complexe. Dans la pratique, vous avez de fortes chances de ne pas vous en apercevoir : votre intermédiaire financier fait tous les calculs et vous remet chaque année un imprimé récapitulant tout ce que vous avez à déclarer, avec la mention des cases à remplir sur la feuille de déclaration. Ensuite, c'est l'administration fiscale qui fait le contrôle et calcule ce que vous devez payer. Mais si vous ne voulez pas avoir de mauvaises surprises, il est tout de même recommandé de savoir comment ça marche.

330 **Quatrième partie : Pour aller plus loin**

Le régime des titres apportés à des offres publiques

Le cas des offres publiques d'achat (OPA), des offres publiques de retrait (OPR) et des retraits obligatoires est simple : les titres apportés en réponse sont considérés comme des cessions et donnent lieu le cas échéant à une imposition des plus-values.

Le cas des offres publiques de rachat (OPRA) est plus complexe : il faut se référer à la notice AMF concernant chaque opération pour savoir ce qui relève de l'imposition des plus-values ou des revenus.

Le cas des offres publiques d'échange (OPE) est en principe plus simple : la

question de la cession et d'une éventuelle imposition des plus-values ne se posera qu'au moment de la vente des titres obtenus en échange. Toutefois, si l'offre est mixte, une partie payée en titres et une partie en espèces, et si la soulte (la partie reçue en espèces) dépasse 10 % de la valeur nominale des titres reçus, on considère qu'il y a cession. Les actionnaires doivent alors recevoir une note d'information précisant quelles seront les conséquences fiscales pour eux de l'opération projetée.

Si l'entreprise se scinde en plusieurs entités et remet gratuitement à ses actionnaires des titres d'une société issue de cette séparation (on parle de *spin-off*), ces actions ne sont pas considérées comme un revenu et ne sont pas imposées. Mais lorsqu'elles sont cédées, la somme reçue – diminuée des frais de transaction – est considérée intégralement comme une plus-value, leur valeur d'achat étant égale à zéro.

Le régime fiscal des produits dérivés

Pour les *trackers*, il n'y a pas de problème : ils sont considérés comme des OPCVM et suivent donc le régime normal des valeurs mobilières. Les sommes qu'ils peuvent distribuer sont assimilées à un dividende et sont donc soumises à la fiscalité des revenus d'actions. Comme les autres OPCVM,

ils peuvent être éligibles au PEA.

Les bons de souscriptions, options, certificats, warrants, CFD, futures

entrent dans le cadre général de la fiscalité des plus-values. Leurs gains sont désormais imposables dès le premier euro quel que soit le produit considéré. Les moins-values peuvent être déduites des plus-values enregistrées sur d'autres valeurs mobilières.

Les gains en capital réalisés avec les obligations

Avec les obligations, on peut aussi réaliser des plus-values (ou des moins-values…) en capital. Si l'on enregistre un gain au moment du remboursement,

on a le choix entre intégration dans les revenus soumis à l'IRPP et prélèvement forfaitaire libératoire de 24 % plus les cotisations sociales, soit au total 37,5 %. Si on a enregistré une plus-value après avoir cédé ses

titres obligataires sur le marché, on entre dans le cadre de l'imposition des plus-values au taux proportionnel de 19 % plus les cotisations sociales, soit 32,5 %.

Salariés et actionnaires

Avoir des actions de son entreprise ou accu- certains, mais aussi des inconvénients : en cas muler une épargne investie en actions dans le de difficultés de l'entreprise, on peut perdre à cadre de son entreprise, c'est possible et c'est la fois son travail et son épargne. Les autres avantageux fiscalement.

formes d’épargne d’entreprise ne comportent

L’épargne salariale est principalement déve- que des avantages : il est vivement recom-loppée dans les grandes entreprises, la parti- mandé d’en bénéficier si on en a l’opportunité.

cipation étant obligatoire dans cel es qui ont au Mais on ne peut aborder ce sujet sans parler moins 50 salariés. Le plan d’épargne entreprise des stock-options, ou options sur les actions de (PEE) peut être alimenté de trois façons diffé- l’entreprise (voir Chapitre 10). L’administration rentes : par une épargne personnel e du salarié, réserve un traitement différent aux trois parties avec un complément versé par l’employeur (on du gain réalisé :

parle alors d’« abondement », exonéré d’IRPP

et d’une partie des prélèvements sociaux), par

✓ Le rabais, qui correspond à la différence

la participation aux bénéfices ou par l’intéres-

entre le cours de l’action au moment de

sement aux performances de l’entreprise. Les

l’attribution des options et le prix d’exercice.

sommes ainsi recueil ies sont placées soit en

Il fait l’objet d’une imposition s’il excède 5 %

titres de l’entreprise, soit dans un FCPE (fonds

de la valeur des titres de la société (on parle

commun de placement d’entreprise). Les gains

alors d’un rabais excédentaire) ; la fraction

sont soumis aux prélèvements sociaux, mais
dépassant 5 % est imposée au titre des
exonérés d'impôts si l'épargne est bloquée
traitements et salaires.
pendant au moins cinq ans (on recense toute-
✓ Le gain de levée d'action, qui correspond
fois une dizaine de possibilités de déblocage
à la différence entre le prix d'exercice et
anticipé). Il peut aussi être créé un Perco (plan
la valeur réel e de l'action au moment de la
d'épargne pour la retraite col ectif), avec sortie
levée de l'option. Depuis la loi TEPA de 2007,
possible en capital ou en rente ; l'épargne est
ce gain est imposable au taux proportionnel
alors bloquée jusqu'à la retraite.
ou, sur option, selon les règles applicables
Ces formules ont permis aux salariés de grandes
aux traitements et salaires (cette deuxième
entreprises cotées de développer un actionna-
option étant rarement avantageuse).

riat salarié important ; quand cet actionnariat

✓ Enfin, la plus-value de cession qui cor-

atteint 3 %, la question de nommer des représen-

respond à la différence entre le prix des

tants des salariés actionnaires au conseil d'ad-

actions le jour où el es ont été vendues et

ministration ou au conseil de surveil ance doit

celui du jour de la levée de l'option. Ce gain

être posée en assemblée générale. Être salarié

est imposé selon le régime normal des plus-

et actionnaire de sa propre entreprise, au-delà

values mobilières soit, depuis le 1er janvier

du débat idéologique, comporte des avantages

2012, à 32,5 % avec les cotisations sociales.

(suite)

✓ La fiscalité du rabais excédentaire et cel e

✓ Si le bénéficiaire des stock-options fait le

de la plus-value de cession sont intangibles.

choix du taux forfaitaire, deux cas sont alors

En revanche, cel e du gain de levée d’option
à distinguer. Soit la levée et la cession ont
varie selon la date à laquel e sont réalisées
lieu avant la fin du délai de portage de deux
la levée de l’option et la cession des titres.
ans, et le taux est alors de 30 % jusqu’à
Selon la loi TEPA, il existe un délai d’indis-
152 000 € et 41 % au-delà. Soit la levée et
ponibilité de quatre ans qui court depuis la
la cession ont lieu après le délai de deux
date d’attribution des options, puis un autre
ans, et le taux forfaitaire est ramené à 18 %
délai dit de portage de deux ans.
jusqu’à 152 000 € et 30 % au-delà.

✓ En cas de levée de l’option et de cession des

✓ L’objectif de cette nouvel e réglementation
titres pendant la période d’indisponibilité,
est clairement d’inciter les bénéficiaires à
l’imposition est obligatoirement cel e des
garder leurs titres et à faire taire les critiques

traitements et salaires avec la CSG et la

selon lesquelles les distributions de stock-

CRDS des revenus d’activité.

options favorisent les politiques de gains

à court terme. Il n’est pas sûr que le débat

✓ Au-delà de quatre ans, ce sont de toute façon

les prélèvements sociaux au titre des revenus

entourant ces stock-options soit clos…

du patrimoine (13,5 %) qui s’appliquent.

Des régimes plus favorables

Tout ce que nous avons vu jusqu’ici relève de l’application du régime général d’imposition des plus-values et des revenus de valeurs mobilières. Mais certains régimes particuliers permettent d’intervenir en Bourse dans un cadre fiscal plus favorable. Évidemment, il y a une contrepartie : l’épargne doit rester investie pendant une durée assez longue, et toutes les opérations ne sont pas permises.

Les avantages réduits du plan d’épargne

en actions

Le PEA reste un outil intéressant par sa souplesse, mais n’est plus le paradis fiscal des origines.

Chapitre 16 : Tirer le meilleur parti possible des règles fiscales

333

La règle du jeu

Au départ, le plan d'épargne est apparu comme une incitation fiscale remarquable à l'investissement en actions, avec une règle simple : exonération complète d'impôt sur les dividendes et les plus-values au bout de cinq ans et, pendant ce temps, liberté absolue de mouvement et possibilité de faire autant d'achats et de ventes que l'on veut sans un quelconque seuil de cessions. Une seule contrainte : se limiter aux actions des pays de la Communauté européenne plus l'Islande et la Norvège (à l'origine, seules les actions françaises étaient admises) et à un investissement de 132 000 € pour une personne seule (264 000 € pour un couple).

Mais cette règle a subi quelques accrocs. Si l'exonération fiscale *stricto sensu* subsiste, la hausse de la CSG et l'apparition de nouvelles contributions sociales ont changé la donne : on arrive maintenant à un prélèvement non négligeable de 13,5 %. Calculer ce que l'on doit quand on ferme son PEA est aujourd'hui d'une telle complexité que les casse-tête chinois relèvent en comparaison d'un jeu d'enfant. Car le prélèvement est calculé année par année en fonction de la législation en vigueur. Un épargnant voulant clore un PEA ouvert en 1995 doit tenir compte de l'arrivée de la CRDS en 1996 à 0,5 %, puis de la CSG en 1997, d'abord à 3,4 %, puis à 7,5 % et 8,2 % ;

ensuite

sont arrivés en 2004 le prélèvement social de 2 % puis de 2,2 % et 3,4 % et la contribution additionnelle de 0,3 % et, enfin, en 2009, le financement du RSA à 1,1 %. Si vous voulez vérifier les calculs de votre banque, nous vous souhaitons bon courage.

Enfin, la disparition de l'avoir fiscal a contribué aussi à rendre le PEA un peu moins intéressant, avec simplement chaque année un crédit d'impôt de 50 % des dividendes reçus, plafonné à 115 € pour une personne seule et à 230 € pour un couple. Et même cette disposition a été supprimée depuis 2011.

Cela dit, même si le cadre fiscal du PEA est moins favorable qu'il ne l'a été, il

mérite tout de même d'être pris en considération par un investisseur décidé à rester plusieurs années en Bourse, ce qui est normalement la règle.

Que se passe-t-il en cas de retrait des fonds ?

Tout dépend de la date à laquelle le retrait intervient, sachant que tout retrait avant huit ans conduit à la clôture du plan.

Au cours des deux premières années, les gains éventuels sont imposés avec une majoration : 22,5 % plus prélèvements sociaux (13,5 % à partir de 2011), soit un total de 36 %.

Entre la deuxième et la cinquième année, on entre dans le régime normal de l'imposition des plus-values : 19 % plus prélèvements sociaux.

Entre cinq ans et huit ans, seuls les prélèvements sociaux sont dus.

Enfin, au-delà de huit ans, retirer des fonds de son PEA ne conduit plus à la fermeture du plan mais seulement à l'interdiction de procéder à de nouveaux versements. Les sommes retirées peuvent l'être en capital mais aussi sous forme de rente défiscalisée.

Ce qu'on peut faire avec un PEA

Même si tout n'est pas permis dans le cadre du PEA, celui-ci laisse une certaine liberté de manœuvre. Si l'on ne souhaite pas le gérer soi-même, on peut acheter des parts ou des actions de fonds dits « PEA », investis à hauteur de 75 % au moins dans les pays européens cités précédemment. Bien que les liquidités laissées sur un PEA ne soient pas rémunérées en principe, on peut aussi, dans des périodes particulièrement incertaines, opter pour des sicav monétaires construites de façon à être éligibles au PEA. On peut même investir indirectement sur des Bourses lointaines par le biais de *trackers* répliquant des indices japonais, américains, etc. En revanche, les opérations sur les autres produits dérivés ou avec le SRD ne sont pas admises. Mais rien n'interdit d'avoir d'autres comptes titres avec lesquels on pourra se livrer à ce genre de fantaisies…

Rappelez-vous aussi cette nouveauté de 2011 que nous avons déjà signalée :

il n’est plus possible de mettre des titres de sociétés foncières cotées (SIIC) dans un PEA, mais on peut garder ceux qui y sont déjà. On peut regretter cette nouvelle disposition car les sociétés foncières sont parfaitement adaptées à un investissement de long terme, et donc à un produit comme le PEA, mais il faut rappeler que, d’une façon générale, tous les titres de sociétés bénéficiant d’un régime fiscal de faveur sont exclus du PEA.

Le fait que le PEA soit exonéré d’impôts (mais pas de contributions sociales) a une conséquence : on ne peut soustraire ses éventuelles moins-values des plus-values réalisées par ailleurs. Toutefois, dans le cadre d’un plan clos avant la fin de la cinquième année, la moins-value peut être imputée sur les gains imposables dans le cadre des valeurs mobilières de la même année ou des dix années suivantes. Pour les plans clos au-delà de la cinquième année, le fisc peut autoriser l’application de cette disposition, mais dans certaines conditions seulement qu’il vaut mieux voir avec son agent des impôts.

En cas de retrait avant cinq ans, l’imposition de la plus-value peut être évitée en cas de décès du titulaire, de départ à l’étranger, de rattachement à un foyer fiscal possédant déjà des PEA (dans un couple, chacun peut avoir un PEA, mais les personnes à charge, descendants ou ascendants, ne peuvent en avoir), création ou reprise d’une entreprise dans un délai de trois mois suivant la clôture du PEA, etc.

Signalons par ailleurs qu'à côté du PEA bancaire classique existe un PEA assurance, ouvert dans une compagnie d'assurance sous la forme d'un contrat de capitalisation. Vous bénéficiez alors des avantages classiques

de l'assurance-vie, mais vous ne pouvez investir en direct dans des titres d'entreprise : vous ne pouvez mettre dans un PEA assurance que des unités de compte (parts d'OPCVM).

Investir en Bourse dans le cadre de l'assurance vie

Il n'est pas question de revenir ici sur la fiscalité détaillée de l'assurance vie ; ce n'est pas notre sujet. Simplement, nous rappelons l'existence de cette formule à ceux qui veulent investir en Bourse, mais qui n'ont pas envie de gérer eux-mêmes leur portefeuille. Si l'on souhaite déléguer la gestion à un professionnel et si l'on a un horizon de placement assez long, il est logique de penser à l'assurance vie, qui offre un cadre fiscal intéressant (mais pour combien de temps encore ?) du double point de vue de l'impôt sur le revenu et des droits de succession.

Pour cela, il faut contracter un contrat multisupport, qui permet d'arbitrer entre les contrats classiques en euros, avec un capital garanti et une

rémunération annuelle fixée par l'assureur, et les contrats en unités de compte, appelés ainsi parce que les primes versées sont alors investies en parts d'OPCVM, sans garantie du capital. Le contrat multisupport offre une certaine souplesse, dans la mesure où il permet de passer en fonction des circonstances d'un compartiment à l'autre. Mais il n'est pas recommandé d'abuser de cette souplesse, qui a un coût : l'assureur prélève des frais supplémentaires chaque fois que vous transférez des sommes d'un support à l'autre. C'est d'ailleurs l'inconvénient majeur de l'assurance vie : elle est souvent fortement « chargée » en frais de gestion. Il vaut mieux se renseigner avant de signer. Il faut veiller aussi à ce que l'assureur vous permette l'accès à une large gamme de fonds permettant d'investir sur tous les grands marchés mondiaux, voire les principaux indices boursiers *via* les *trackers* ou certains certificats.

Si l'on effectue des retraits avant la fin de la quatrième année, les gains sont imposés à l'impôt sur le revenu ou à un prélèvement libératoire de 35 % ; si le retrait a lieu avant la fin de la huitième année, le prélèvement est de 15 %. Au-delà de huit ans, le prélèvement libératoire est de 7,5 % après déduction d'un abattement de 4 600 € pour une personne seule ou de 9 200 € pour un couple. Quant aux prélèvements sociaux, ils interviennent chaque année pour les contrats monosupport en euros et le compartiment euro des contrats multisupport ; pour les supports en unités de compte, le

prélèvement s’effectue lors des retraits.

Le retour de l’impôt de Bourse

… et nouvelle hausse de la CSG

L’impôt de Bourse avait été supprimé par la loi Par ail eurs, le projet de loi de finances rectifi-de finances pour 2008, il est de retour avec la cative pour 2012 prévoit une nouvel e hausse loi de finances rectificative soumise à l’examen de la CSG destinée, avec la hausse de la TVA, des parlementaires en février 2012, dont l’article à compenser la baisse des cotisations sociales 2 prévoit l’institution d’une nouvel e taxe sur patronales. La CSG perçue sur les revenus du les transactions financières.

patrimoine et les produits de placement serait

Cette taxe entrerait en vigueur le 1

augmentée de deux points ; el e passerait de

er août 2012.

Elle concernerait les transactions réalisées 8,2 % à 10,2 %.

sur un marché réglementé français, européen En conséquence, l’ensemble des prélèvements ou étranger, sur des actions émises par les sociaux passerait de 13,5 à 15,5 %. Partout entreprises dont le siège social est situé en où nous faisons mention d’un prélèvement France et dont la capitalisation boursière global (impôt et prélèvements sociaux), on ne dépasse 1 milliard d’euros au 1er janvier de serait plus à 32,5 % mais à 34,5 %. Et pour les l’année d’imposition. Autrement dit, el e ne doit contribuables faisant le choix du prélèvement concerner que les actions des grands groupes forfaitaire libératoire, les produits de placement français dont la liste doit être publiée par décret à revenu fixe – on l’a vu avec les obligations –

des ministres de l’Économie et du Budget ; sont feraient désormais l’objet d’une taxation non visés les achats fermes au comptant, mais aussi plus de

37,5 % mais de 39,5 %. Cela commence les achats effectués à terme ou par exercice à faire beaucoup !

d’une option.

En conclusion, le choix du cadre fiscal le plus

Deux autres dispositions de ce texte ne concer- approprié dépend de ce que vous voulez faire : nent pas les particuliers : il s’agit de la taxation êtes-vous bien décidé à laisser votre argent en des transactions sur les CDS (*credit default* Bourse plusieurs années ? Avez-vous le souci *swaps* ou contrats d’échange sur défaut), de faire croître votre capital ou plutôt de le dont on a beaucoup parlé au moment de la préserver en vue d’une éventuel e succession ?

crise des dettes souveraines en Europe. La Avez-vous envie d’utiliser tous les supports taxation viserait les CDS nus, c’est-à-dire ceux d’investissement possibles, y compris les plus qui sont acquis à une fin purement spéculative spéculatifs, ou envisagez-vous de gérer votre et ne servent pas à protéger un portefeuil e ; portefeuil e de façon plus classique, voire de mais ce type d’opération devrait être interdite déléguer cette gestion ? Il n’y a pas de formule en Europe à compter du 1er novembre 2012. miracle qui convienne à tout le monde, il n’y a Enfin une autre mesure prévoit une taxation que des solutions plus ou moins bien adaptées de 0,01 % des opérations à haute fréquence (le à votre cas personnel. À vous de décider.

high frequency trading), dès lors que les ordres

annulés ou modifiés excèdent un certain seuil

(au moins les deux tiers des ordres transmis

dans une journée de Bourse).

Chapitre 17

Comment investir en Bourse

aujourd’hui

Dans ce chapitre :

▸ De la crise des *subprimes* à celle de la dette souveraine

▸ Les investisseurs perdent confiance

▸ Pourquoi et comment s'intéresser aux actions dans ce contexte

V ous êtes patients, vous avez lu sans broncher les 16 chapitres précédents, mais, au fond, vous n'êtes pas vraiment convaincus. Vous vous dites : c'est bien, on prend la peine de tout nous expliquer. Les actions, les obligations, les warrants, nous avons compris ce que c'est. Mais, enfin, nous ne sommes pas fous. Quand on nous raconte au chapitre 2 que les actions sont le meilleur des placements, on nous prend pour plus nuls que nous ne le sommes. Tout le monde peut voir que c'est la catastrophe. En Europe, aux États-Unis, au Japon, partout les actions se sont écroulées depuis 2007. Elles sont revenues cinq ans, dix ans en arrière, voire plus. La belle affaire ! Et vous voudriez que nous mettions notre épargne là-dedans ? Vous avez raison : les années 2007-2009 ont été terribles pour la Bourse et, après un rebond en 2010, l'année 2011 a encore été mauvaise. Ces événements très graves, qui ont conduit à la crise économique et à la remontée du chômage, constituent, hélas, une illustration saisissante de l'idée de base sur laquelle doit reposer l'investissement en actions : ce n'est pas un jeu où

l’on peut gagner indéfiniment. Les gains en Bourse ne s’expliquent que par la réussite de milliers d’entrepreneurs et le travail de millions de salariés. Si les dirigeants économiques ont mené des politiques aventureuses qui se soldent par une explosion des faillites et des licenciements, la Bourse ne peut que plonger. Mais les cours enregistrés après cette crise constituent sans doute une excellente base de départ. Ce n’est pas quand les marchés sont euphoriques et vont de record en record qu’il faut y entrer. En tout cas, ces dernières péripéties méritent bien quelques explications.

La première vraie crise de la mondialisation

Nous pouvons en être sûrs : les événements de ce début de siècle vont susciter l’écriture de centaines voire de milliers de livres à travers le monde. Étudiants et professeurs n’ont pas fini de les disséquer et de les commenter. Nous ne ferons ici que décrire rapidement un certain nombre d’enchaînements et essayer d’en tirer quelques conclusions.

Le Far West de la finance

On ne peut pas comprendre la crise sans la replacer dans son contexte économique. Schématiquement, à la fin du xxe siècle, on avait la situation suivante : d’un côté, des pays industrialisés, États-Unis en tête, avec un pouvoir d’achat élevé, donc une main-d’œuvre chère, des universités, des

technologies de pointe et une industrie financière extrêmement créative ; de l’autre, des pays émergents, Chine en tête, à la main-d’œuvre abondante et bon marché, avec des besoins immenses à satisfaire et une nécessité vitale de croître très vite. Entre les deux, des barrières douanières et des obstacles aux mouvements de capitaux de moins en moins élevés.

Dès lors, on voit très bien ce que pouvait être la suite des événements. Les industriels des pays riches se sont associés à des industriels des pays émergents pour y délocaliser une grande partie de leur production. Les États-Unis voyaient leur déficit commercial se creuser tandis que la Chine voyait son excédent gonfler. Mais les entreprises américaines gagnaient beaucoup d’argent à ce jeu, et le Trésor américain émettait des emprunts considérés comme le placement le plus sûr au monde ; la Chine plaçait donc les devises qu’elle avait accumulées aux États-Unis. Pour ces derniers, les rentrées de capitaux compensaient les devises perdues du fait du déficit commercial ; la boucle était bouclée. On pouvait croire qu’on avait trouvé le mouvement perpétuel.

Pourtant, il y avait une faille dans le système : sous la pression des délocalisations et de la concurrence des industries des pays émergents, les revenus des salariés ne progressaient plus beaucoup dans les pays industrialisés, notamment aux États-Unis. Or, en fin de compte, tout le

système reposait sur le consommateur américain. Il fallait absolument lui donner les moyens de consommer. Le crédit hypothécaire devait être l'arme absolue. Le système est génial. Vous empruntez, vous achetez une maison dont le prix augmente dans les mois qui suivent, vous pouvez retourner voir votre banquier pour obtenir un crédit supplémentaire garanti par la hausse du prix de votre maison. Au cours des dernières années, on a introduit un nouveau perfectionnement, le crédit *subprime* : vos revenus sont trop faibles pour que vous puissiez obtenir un crédit normal, de première qualité (*prime*), on vous accorde un crédit dans des conditions très favorables, aux

mensualités très faibles dans un premier temps. Si, plus tard, vous ne pouvez pas payer les mensualités, ce n'est pas grave : vous revendez la maison et, comme le prix a augmenté entre-temps, non seulement vous pouvez rembourser votre emprunt, mais vous faites une bonne affaire…

Tout cela évidemment supposait une élévation continue du prix des logements. Avec la hausse des taux d'intérêt de 2004 à 2006, le marché immobilier a commencé à se gripper. Et les incidents de crédit sont apparus. Problème : ces crédits, les banques ne les avaient pas gardés dans leur bilan. Elles les avaient « titrisés », c'est-à-dire transférés à des structures *ad hoc*, qui émettaient des titres représentatifs de ces crédits ; ces titres ont migré

à travers le monde de la finance, mélangés à d'autres, pour constituer des millefeuilles d'apparence alléchante, mais qui se sont révélés peu comestibles. Et tous ces titres toxiques continuent d'empoisonner le monde. Après le Far West et la conquête de la Lune, ces innovations financières étaient censées représenter les nouvelles frontières qu'il s'agissait d'élargir toujours davantage. Mais le piège s'est refermé.

Des premiers craquements à la vraie crise

Les premiers grondements se sont fait entendre en février 2007, lorsque la banque britannique HSBC a annoncé un relèvement de ses provisions pour créances immobilières douteuses. Mais l'orage n'a vraiment éclaté qu'à l'été 2007 lorsque les banques, doutant les unes des autres, ont arrêté de se prêter de l'argent entre elles et que le marché interbancaire a cessé de fonctionner. En dépit de l'intervention des banques centrales et des gouvernements, la crise a ensuite continué de s'étendre. Le point culminant a été atteint en septembre 2008, avec la faillite de la banque américaine Lehman Brothers. À partir de ce moment, cela a été la panique générale. Partout dans le monde, les entreprises ont commencé à entrevoir le pire et à réduire leur production pour éviter de se retrouver avec des stocks ingérables. De la crise des *subprimes*, comme on disait au début, on est passé à la crise financière, puis à la crise économique.

La pire crise boursière depuis 1929

Au début, les marchés boursiers ont bien résisté. On a même vu le 9 octobre 2007 l'indice Dow Jones établir un nouveau record à 14 165 points. Le 9 mars 2009, il se retrouvait à 6 545, soit une baisse de près de 54 %. Partout dans le monde, avec des décalages dans le temps et une amplitude plus ou moins forte, les marchés ont suivi le même mouvement, au point que la comparaison avec le krach de 1929 est devenue évidente.

Un constat s'impose pourtant : ce n'est pas une crise boursière, du moins à l'origine. À la fin des années 1990, les marchés boursiers s'étaient emballés et

les niveaux atteints au début de l'année 2000 justifiaient une correction. Cette fois, les excès ont été cantonnés à certains marchés ou à certaines valeurs. Globalement, après la forte hausse enregistrée depuis le printemps 2003, les investisseurs avaient commencé à lever le pied en 2007 : les PER n'étaient pas encore excessifs, mais ils risquaient de l'être si les entreprises ne parvenaient pas à faire encore progresser leurs bénéfices, déjà élevés. Et les relèvements de taux d'intérêt ne laissaient rien présager de bon. Après quatre années consécutives de hausse, il fallait s'attendre à une pause. La suite des événements a montré que ce scénario était encore bien optimiste…

Des conséquences durables

Une telle crise ne pouvait se résorber du jour au lendemain. Après la chute de

l’activité économique, puis la nécessaire consolidation du secteur financier, on est entré dans une seconde phase avec la crise de la dette souveraine en Europe.

L’économie durement touchée

Jamais dans l’histoire économique moderne on n’avait vu l’activité s’effondrer aussi vite sur tous les continents. Nous avons vraiment vécu la première récession mondiale à l’heure d’Internet, avec des pays recevant simultanément les mêmes informations et réagissant tous de la même façon au même moment. Même si la coopération internationale n’est pas aussi étroite qu’on pourrait le souhaiter, les mesures prises au niveau des gouvernements et des banques centrales font penser que, après avoir vécu une nouvelle année 1929, on ne revivra pas les années 1930. Les dépenses budgétaires ont permis d’arrêter la chute et l’activité s’est progressivement redressée dans le courant de 2009. Mais la crise grecque a montré que des États déjà considérablement endettés ne pouvaient durablement apporter un soutien à l’économie. Pire même : pour éviter que la crise ne gagne l’ensemble de la zone euro, des politiques budgétaires plus ou moins restrictives selon les pays ont dû être mises en place. Et partout, les banques centrales ont dû adopter des politiques très souples : elles ne se sont pas contentées de garder des taux directeurs très bas, elles ont aussi apporté

des liquidités en masses considérables par le biais de mesures qualifiées de « non conventionnelles ». Seuls les États-Unis n'ont pas fait de très gros efforts de resserrement de leur budget, faute d'accord entre républicains et démocrates. Mais les ménages américains, eux, n'ont pas eu le choix : ils ont réduit leur endettement.

Dans le même temps, les pays émergents, Chine et Brésil en tête, après avoir soutenu l'activité au creux de 2008-2009, ont eu rapidement à lutter contre

des risques de surchauffe et à mener des politiques de crédit restrictives. Leur inflation se calmant, ils ont pu progressivement assouplir ces politiques à la fin de 2011 et au début de 2012. Cela dit, à l'échelle mondiale, la tendance

paraît être à une croissance modérée (sachant qu'en Chine une croissance modérée, c'est 8,5 % l'an !) et la zone euro paraît devoir traverser une assez longue période de convalescence. Ce ne sera pas sans conséquences pour l'activité des entreprises et leurs résultats financiers.

Un secteur financier à reconstruire

La question de nouvelles régulations en matière financière va rester d'actualité. Parmi les dossiers sur la table : le fonctionnement des agences de notation, le rôle des paradis fiscaux, le contrôle des *hedge funds*, la

rémunération des traders, etc. Il n’est pas certains que tous ces travaux aboutissent, car les intérêts nationaux divergent parfois sensiblement.

On peut toutefois espérer des règles du jeu un peu plus précises et mieux respectées, avec une coopération renforcée sous l’égide du Fonds monétaire international.

En tout cas, les régulateurs européens travaillent activement à la mise au point de nouveaux textes, qu’il s’agisse des marchés d’instruments financiers en général ou, plus particulièrement, des marchés dérivés. Ces travaux doivent s’étendre au moins jusqu’en 2015. Parallèlement, le renforcement des règles prudentielles s’appliquant aux banques devrait conduire à un crédit plutôt plus rare et plus cher. Paradoxalement, alors que la finance est à l’origine de ces crises en cascade qui secouent le monde, les marchés financiers vont être de plus en plus sollicités par les entreprises ayant besoin de capitaux !

Des Bourses encore chaotiques

Si les entreprises ont davantage besoin de recourir aux marchés, pour des emprunts ou des augmentations de capital, on peut penser que cela sera bon pour la Bourse. Pourtant, il ne faut pas se faire d’illusions.

Le fait marquant de ces dernières années aura été la volatilité des marchés.

A priori, pour tous ceux qui cherchent à profiter des variations de cours, c’est une bonne nouvelle. Mais encore faut-il que ces variations ne soient

pas trop fortes et surtout ne soient pas principalement orientées à la baisse. Si la Bourse américaine a retrouvé son niveau d'avant la faillite de Lehman Brothers, le CAC 40 est encore très loin de ses plus hauts taux de 2000. Pour les investisseurs de long terme, institutionnels ou particuliers, la méfiance reste forte. Et en France notamment, l'alourdissement de la fiscalité sur l'épargne n'est pas vraiment de nature à encourager la prise de risque.

Globalement, les rapports cours-bénéfices sont revenus à des niveaux très raisonnables : en février 2012, on était à dix fois les bénéfices estimés pour 2012 pour le CAC 40 et à onze fois et demie pour le Dow Jones. C'est un niveau à partir duquel on peut envisager d'entrer sur le marché. Mais les investisseurs restent nerveux ; ils sont prêts à prendre leur bénéfice à tout moment, en cas de mauvaises nouvelles venues de Grèce, du Portugal, d'Espagne ou de toute déclaration retentissante venant des agences de notation.

Les actions n'ont pas dit leur dernier mot !

Dans ce contexte, on comprend que les épargnants soient un peu déroutés, et que ceux qui n'ont pas encore investi en Bourse n'aient guère envie de le faire. Ce serait pourtant une erreur d'en rester à ce constat. Pour au moins trois raisons.

La rémunération de l’épargne a une logique : plus elle est à court terme, plus elle est éloignée de tout risque et moins elle est forte. L’argent placé dans le capital des entreprises est celui qui doit logiquement rapporter le plus. Des exceptions à cette règle se rencontrent de façon temporaire, mais la logique économique finit toujours par l’emporter.

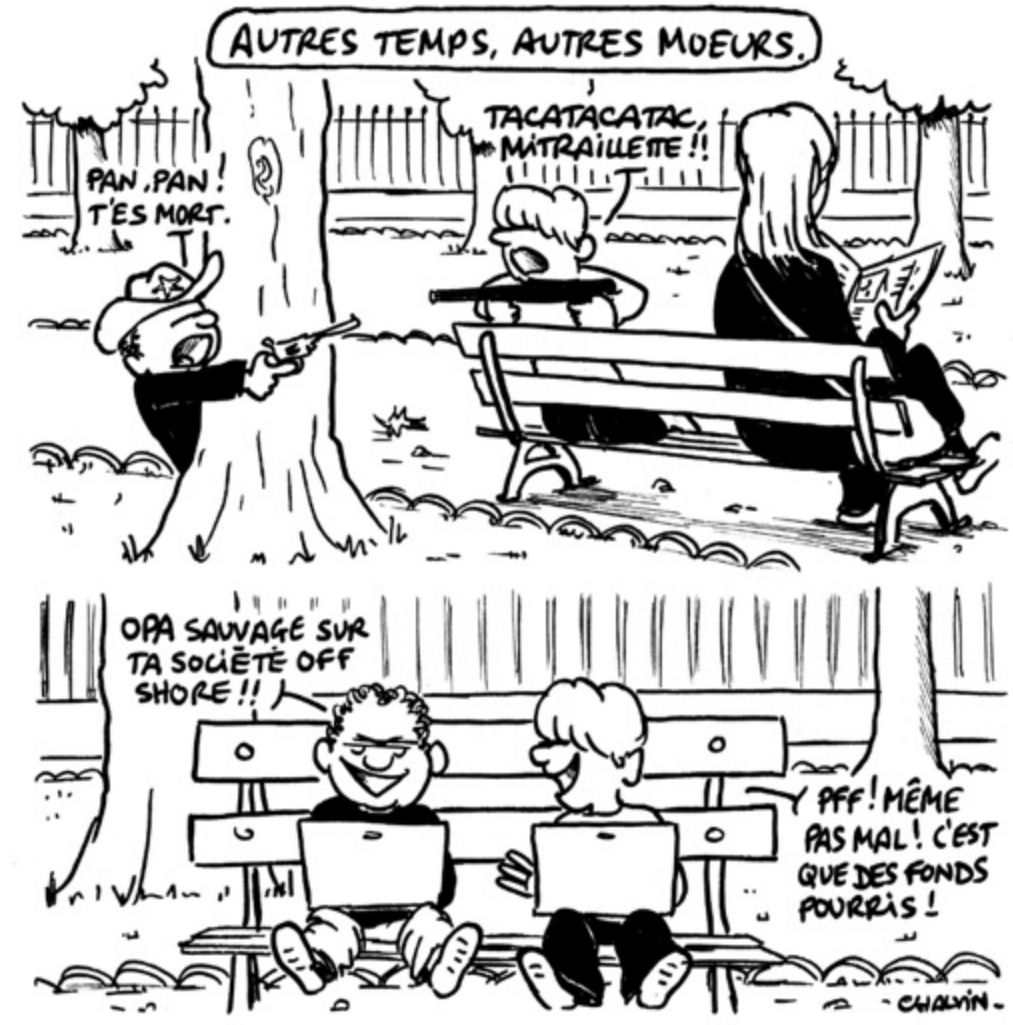
Investir en Bourse après un krach, alors que les cours sont à un bas niveau, c’est choisir le moment le plus opportun. On n’a alors aucune certitude sur l’ampleur et la rapidité de la hausse à venir, mais on ne prend qu’un risque minime : à moyen terme, on a de très fortes chances d’être gagnant.

Le fait qu’un indice boursier soit revenu dix ou douze ans en arrière est révélateur de la violence du choc subi. Mais cela ne signifie pas que ces dix ou douze années passées aient été perdues pour les épargnants. Leur portefeuille personnel n’était pas forcément calqué sur l’indice ; ensuite, et surtout, on peut espérer que beaucoup d’épargnants aient engrangé des gains pendant les années de hausse du marché et n’aient pas attendu que les cours soient retombés au plus bas pour vendre. Les indices donnent une idée du climat régnant sur les marchés, ils ne sont pas du tout un indicateur de performance individuelle. Quand le livret A est rémunéré à 2,55 %, tous ceux qui en ont un sont logés à la même enseigne. Quand le CAC 40 recule de

50 %, tous les investisseurs ne voient pas leur portefeuille boursier se réduire

d’autant ; avec un bon usage des produits dérivés, certains peuvent même le faire progresser.

Ainsi, les investisseurs avisés n’ont pas trop souffert de la crise grecque. Ils sont en mesure de reprendre position sur le marché une fois l’orage passé. Et vous auriez sans doute tort de ne pas faire comme eux.


AUTRES TEMPS, AUTRES MOEURS.
PAN, PAN ! T'ES MORT.
TACATACATAC, MITRAILLETTE !!
OPA SAUVAGE SUR TA SOCIÉTÉ OFF SHORE !!
PFF ! MÊME PAS MAL ! C'EST QUE DES FONDS POURRIS !
-CHALVIN-

Cinquième partie

La partie des Dix

Dans cette partie…

C ’est la tradition dans les ouvrages *Pour les Nuls* : l’auteur doit savoir en quelques chapitres comportant chacun dix points présenter l’essentiel de ce qu’il faut retenir.

C’est l’occasion de revenir sur des thèmes abordés dans les précédents chapitres et de les examiner sous un autre angle, de préciser certaines informations, de formuler conseils et mises en garde. En matière boursière, on voit très bien la nécessité de cette partie. Certains chapitres ont été très techniques. C’était indispensable, mais il nous faut maintenant reprendre un peu de hauteur, voir ce qu’on peut faire ou ce qu’on doit éviter de faire avec toute cette technique. C’est bien de connaître son solfège et les principales caractéristiques de son instrument, il faut aussi savoir choisir des partitions adaptées à ses goûts et à ses capacités.

Nous connaissons d’excellents techniciens de la Bourse qui sont de piètres praticiens.

Ce qui prouve que l’intelligence et la connaissance ne suffisent pas. Il y a des gens qui

« sentent » le marché mieux que d’autres. Mais, à défaut d’avoir ce sixième sens, si l’on garde à l’esprit quelques adages bien choisis et quelques conseils essentiels, on doit pouvoir se comporter en Bourse de façon tout à fait honorable.

Chapitre 18

La Bourse en dix proverbes

Dans ce chapitre :

▸ Les règles de bon sens rappelées par la sagesse populaire

▸ L’art d’intervenir au bon moment… et de se mettre à l’abri quand l’orage gronde

A vouons-le : nous n’avons rien inventé. Certains des proverbes cités

dans ce chapitre sont archiconnus. Mais d'autres le sont moins. Et même ceux que l'on croit connaître peuvent avoir un sens beaucoup plus profond qu'on ne le soupçonne. Tous valent donc le détour. Et, puis, il faut le reconnaître, cette façon imagée d'aborder les problèmes a un grand mérite : elle permet de retenir plus facilement des règles incontournables.

Les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel

On peut difficilement trouver formule plus éculée. Nous avons tous l'impression de l'avoir entendue au moins cent fois. On en trouve parfois une version plus longue : « les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel et la Bourse est faite du même bois. » C'est encore plus explicite mais n'apporte rien de vraiment neuf. Tous les boursiers connaissent cet adage, mais tous doivent admettre qu'un jour ou l'autre ils se sont fait prendre en flagrant délit de l'avoir oublié.

L'idée est simple : il ne faut pas croire que les cours peuvent monter éternellement. Il y a un moment où ils vont arrêter de grimper. Et, à la différence des arbres, ils peuvent même revenir en arrière. Toutes les plus grossières erreurs, commises au plan individuel ou collectivement, au niveau d'une valeur ou de l'ensemble du marché, viennent de l'oubli de cette évidence.

Les exemples peuvent être multipliés à l'infini. Toutes les grandes

spéculations qui se sont terminées dans un bain de sang ont un point commun : l'idée qu'on a trouvé le chemin d'une hausse pratiquement infinie

(« infini », en Bourse, signifie : qui va durer encore plusieurs années). C'était le cas en 1929 évidemment, c'était encore le cas avec la bulle internet qui a éclaté en 2000, ou au Japon à la fin des années 1980. Le plus étonnant est que, lorsque vous avez des doutes et que vous évoquez ces crises passées, on vous répond toujours très doctement que ce qui se passe actuellement n'a rien à voir, que, cette fois, c'est sérieux, c'est solide, et on vous fournit un tombereau d'arguments censés montrer les différences avec ces précédents fâcheux. Dans la dernière crise (voir le chapitre précédent), l'erreur est venue du fait que beaucoup croyaient en une poursuite du mouvement de hausse des prix dans l'immobilier américain.

Il n'est jamais facile de résister à l'euphorie ambiante. Les gérants professionnels qui estiment que la Bourse commence à devenir déraisonnable et prennent leurs bénéfices se font reprocher leurs médiocres performances par leur employeur et leurs clients si la hausse se poursuit sans eux. Les journaux spécialisés reçoivent des courriers très désagréables de leurs lecteurs parce qu'ils ont conseillé de vendre des titres qui continuent à monter, etc. Pourtant, quand on commence à avoir des doutes sur la pérennité d'un mouvement de hausse, la sagesse recommanderait de

procéder à des ventes partielles, pour engranger au moins une partie de ses bénéfices.

Acheter la rumeur, vendre le fait

C’est un grand classique, qui se vérifie tous les jours. La rumeur dont il est question dans ce proverbe est positive, puisqu’elle déclenche un acte d’achat. Elle peut concerner l’ensemble du marché, s’il s’agit de l’attente d’un plan de relance de l’activité ou de mesures de soutien aux banques, pour reprendre des exemples vécus en 2008 et au début de 2009. Elle peut concerner une seule société : rumeur d’une forte hausse des bénéfices ou de la signature d’un contrat important. Le ou les titres concernés font un bond en avant dès que la rumeur commence à circuler. Ils ne réagissent pas quand la rumeur est confirmée (ce qui est normal, puisque la hausse a déjà eu lieu), et il arrive même fréquemment qu’ils repartent à la baisse si la nouvelle annoncée officiellement n’est pas aussi bonne que les investisseurs le pensaient. Ainsi, on a vu en 2009 le marché s’emballer à l’approche de l’annonce de plans de sauvetage des banques par le secrétaire au Trésor de la nouvelle administration Obama, puis décrocher parce que le plan dévoilé était jugé décevant. La crise grecque, avec ses multiples rebondissements, a également donné naissance à de nombreuses rumeurs : achat de titres grecs par la Chine, défaillance imminente de telle ou telle banque, etc.

Il y a dans les mouvements de Bourse qui s'ensuivent une part de pari non négligeable : si la rumeur est bonne, on a raison d'acheter tout de suite. Si elle **Chapitre 18 : La Bourse en dix proverbes**

est franchement erronée ou partiellement inexacte, on a tort. Mais, dans tous les cas, on ne le sait qu'après. De deux choses l'une : ou on suit les marchés de près et on prend le risque de monter dans le train de hausse dès le départ, ou on est mis au courant de la rumeur trop tard et il est inutile d'essayer de suivre si le mouvement est déjà bien lancé.

Les prévisions de bénéfice effectuées par les analystes s'apparentent, par certains aspects, aux rumeurs. L'annonce officielle d'un excellent résultat n'aura aucun effet sur le cours du titre, voire provoquera son repli, si ce résultat est tout juste conforme, voire un peu inférieur aux prévisions. Prendre position sur un titre juste avant une publication de résultat, c'est parier que ce dernier est encore meilleur que ce qu'attendent les analystes.

Acheter au son du canon, vendre au son du clairon

La première partie de cet adage n'est pas discutée ; pour la seconde, certains préfèrent parler du son du violon. Mais l'idée est la même. Avec le clairon, on a la version strictement militaire : acheter quand la guerre arrive, vendre quand la paix revient. Avec le violon, on a le sens figuré : acheter quand ça

va

mal, vendre quand tout a l'air d'aller parfaitement bien.

La version guerrière, d'une façon parfaitement immorale, se vérifie assez bien, surtout quand la guerre a lieu chez les autres. Le dernier exemple remonte à 2003. La crainte d'une guerre avec l'Irak pesait sur les marchés, principalement du fait du risque d'une rupture des approvisionnements en pétrole. Paradoxalement, les premiers bombardements américains le 20 mars ont provoqué une remontée immédiate des indices. Les investisseurs avaient fait le pari d'une guerre courte et donc de la fin prochaine des incertitudes.

Ce même exemple peut aussi servir pour illustrer le sens figuré du proverbe : en 2003, les problèmes géopolitiques n'étaient pas seuls à perturber le marché ; celui-ci avait en fait commencé à dévisser deux ans et demi plus tôt avec l'éclatement de la bulle internet. En mars, on était au plus bas. Certains économistes, et non des moindres, agitaient le spectre de la déflation. La guerre en Irak, cela signifiait des dépenses fédérales importantes, voire un regain d'inflation, comme cela avait été le cas pendant la guerre du Vietnam, et probablement la fin d'une période de ralentissement économique.

De la même façon, en dehors cette fois de toute considération militaire, beaucoup d'investisseurs étaient au début de 2009 dans une période d'attente. Les marchés étaient au plus bas, ils pouvaient encore baisser, mais

beaucoup de mauvaises nouvelles étaient déjà dans les cours (autrement dit, elles étaient déjà anticipées) ; les investisseurs commençaient à se demander

si ce n'était pas le moment de recommencer à acheter, alors que l'économie mondiale s'enfonçait dans la récession.

Finalement, ce proverbe illustre une autre idée de bon sens : il faut acheter quand les cours sont bas et vendre quand ils sont hauts. Ce serait simple à appliquer si des signaux clairs pouvaient indiquer quand c'est le meilleur moment pour procéder à ces opérations. Malheureusement pour les investisseurs et heureusement pour l'ensemble de l'humanité, il n'y a pas toujours de canons et de clairons pour dire : c'est le moment !

Il faut en laisser aux autres

Ce proverbe-là, plus sympathique en apparence que le précédent, laisse penser que les financiers sont plus philanthropes que leurs achats au son du canon pourraient le laisser croire. Il nous faut détromper nos lecteurs en leur rappelant un autre adage : « Charité bien ordonnée commence par soi-même. » Si les boursiers en laissent aux autres, c'est parce qu'ils pensent d'abord à eux-mêmes !

Sous une autre forme, on retrouve l'idée suivant laquelle les arbres ne montent pas jusqu'au ciel. Quand on a réalisé une plus-value importante

sur un titre, la sagesse conseille de le vendre. S'il continue à monter, ce sont d'autres investisseurs qui en profiteront, mais, si on l'avait gardé et qu'il était reparti brutalement à la baisse, on aurait risqué de perdre ce qu'on avait gagné. En laisser aux autres est en somme la meilleure façon de se préserver.

Il vaut mieux se couper la main que le bras

On retrouve là une situation que tout actionnaire est amené à connaître un jour ou l'autre. Que faire quand un titre que l'on a en portefeuille commence à baisser ? Il y a des situations simples : les performances de la société en question ne sont manifestement pas celles que l'on attendait ; il faut vendre. Mais, dans la pratique, il arrive souvent que l'on ait du mal à se forger une idée claire de la situation et que l'on hésite sur la conduite à tenir. On peut être tenté dans un premier temps de conserver le titre et d'attendre, en misant sur un prompt rétablissement. Si celui-ci ne vient pas, il arrive pourtant un moment où il faut se rendre à l'évidence : il ne sert à rien de s'entêter. On n'a jamais raison contre le marché. Même si l'on estime que cette valeur ne devrait pas baisser et que le marché a tort, il faut être réaliste : si le titre est inscrit dans une tendance baissière, il faut en tirer les conséquences et vendre. Quitte à continuer à suivre l'évolution de cette valeur et à la racheter plus tard.

Chapitre 18 : La Bourse en dix proverbes

Si on ne le fait pas, si l'on ne se décide pas à vendre avec une perte d'ampleur

limitée (se couper une main), on risque d'être amené à vendre plus tard à un cours encore plus faible (se couper un bras). La première opération est douloureuse, on ne s'y résigne pas facilement, mais la seconde est beaucoup plus pénible encore. Alors, autant agir tant qu'il n'est pas trop tard.

On ne rattrape pas un couteau qui tombe

Nous restons dans le domaine de ce qui fait mal et qui saigne. Le couteau qui tombe, c'est une action qui chute. Là encore, on peut avoir envie de se montrer plus malin que le marché et de se porter acheteur d'une valeur en train de dégringoler à toute allure. C'est pratiquement toujours une erreur, qui laisse des traces douloureuses : on se blesse en essayant de rattraper un couteau au vol. La question n'est pas de savoir si la baisse est justifiée ou non, ni si la valeur considérée est tombée à un niveau jugé intéressant. Tant que la tendance reste manifestement baissière, il faut se tenir précautionneusement à l'écart.

On a pu avoir de très belles illustrations de ce proverbe au cours des dernières années, notamment au second semestre 2011. Cela a été particulièrement vrai pour les valeurs bancaires. Certains boursiers, estimant que les cours de Natixis ou de la Société générale par exemple étaient injustement bas, se précipitaient pour acheter… et enregistraient

rapidement des pertes. Certes, le mouvement pouvait temporairement s'inverser et les investisseurs de court terme en profitaient pour revendre avec un gain, mais ceux qui gardaient leurs titres ont vécu un très mauvais moment. De deux choses l'une : soit on travaille sur les fluctuations du marché à très court terme et on peut se permettre des allers et retours gagnants sur des marchés baissiers (mais cela ne marche pas à tous les coups, même avec l'aide de l'analyse graphique), soit on investit pour le moyen ou le long terme. Dans cette seconde hypothèse, il vaut mieux rester à l'écart du marché tant qu'il n'est pas stabilisé. Une valeur qui semble massacrée peut l'être davantage encore le lendemain.

Sell in May and go away

Dans ce chapitre consacré aux proverbes bien de chez nous, vous croyiez pouvoir échapper à l'anglais. C'était une erreur. En fait, cette phrase souvent citée comporte une seconde partie, un peu oubliée, parce qu'elle ne correspond plus aux réalités du jour : *and buy back on the Derby Day*. Traduction libre : « Vendez début mai, prenez des vacances et rachetez après

le très chic Derby d'Epsom », une des plus prestigieuses courses hippiques britanniques, qui a lieu chaque année le premier samedi de juin.

La défense ou la réfutation de cet adage britannique pourrait occuper un

chapitre entier. Car on aborde là l'un des sujets les plus étudiés : celui de la saisonnalité des marchés boursiers. Au départ, un constat : les marchés commencent souvent bien l'année. Ensuite, il vaut mieux prendre ses bénéfices, profiter des premiers beaux jours et revenir en Bourse après la baisse. On remarquera tout de suite que les riches Anglais avaient en fait beaucoup de mal à s'éloigner de la City : vendre début mai pour racheter début juin, cela ne fait pas de très longues vacances et laisse une grande place aux mois où il faut investir en Bourse. Dans la version moderne du proverbe, on ne garde que la première partie, avec l'idée qu'il faut vendre en mai et racheter en octobre.

Cela correspond-il à la réalité ? En fait, on peut trouver des études montrant qu'un investisseur gagne plus en achetant systématiquement début octobre et en revendant fin avril qu'un autre qui resterait en Bourse en permanence. Mais on peut aussi trouver des études qui montrent le contraire… Statistiquement, il semble exact que l'automne et l'hiver sont plus favorables que le printemps et l'été. Mais il faut remarquer aussi que le mois d'octobre compte quelques-uns des krachs les plus fameux de l'histoire. Cela faisait dire à l'humoriste Mark Twain : « Octobre est un mois particulièrement dangereux pour spéculer en Bourse. Mais il y en a d'autres : juillet, janvier, septembre, avril, novembre, mai, mars, juin, décembre, août et février ! » Par

ailleurs, on parle beaucoup de la traditionnelle hausse de l'été : à y regarder de plus près, on constate que cette hausse est un mythe, mais il n'empêche que la Bourse a connu quelques beaux étés.

Enfin, on peut citer des études montrant que les hausses se font sur un nombre limité de séances, réparties de façon très aléatoire tout au long de l'année : si l'on n'est pas en Bourse ces jours-là, les performances s'en ressentent. Conclusion la plus logique : quelle que soit la saison, il faut être là !

Il y a tout de même un point sur lequel nos pragmatiques voisins d'outre-Manche ont entièrement raison : il faut préparer ses vacances. Le fait d'avoir un portefeuille boursier n'interdit pas de prendre des congés et de se déconnecter complètement de la Bourse pendant plusieurs jours ou semaines. Mais, avant de partir, il faut prendre quelques précautions : ne garder que les valeurs achetées dans une optique de moyen terme, solder toutes les positions un peu spéculatives, surtout si celles-ci mettent en jeu des produits du type options ou warrants. Éventuellement, pour vous mettre à l'abri de mauvaises surprises, vous pouvez passer des ordres de vente à seuil de déclenchement (ordres stop) : si jamais la Bourse venait à chuter en votre absence, vos titres seraient automatiquement vendus dès qu'ils

Chapitre 18 : La Bourse en dix proverbes

passeraient au-dessous du seuil de sécurité que vous auriez déterminé. Inversement, vous pouvez laisser des ordres d'achat à seuil ou à plage de déclenchement vous permettant de prendre le train de la hausse si celui-ci démarre en votre absence.

Comme va janvier va l'année

C'est une autre façon d'aborder la question de la saisonnalité des marchés. Le comportement de la Bourse en janvier serait un bon indicateur de son évolution sur l'ensemble de l'année. Globalement, les statistiques confirment cet adage, mais les exceptions sont suffisamment nombreuses pour dissuader un investisseur de s'en servir pour déterminer sa politique d'investissement (sans remonter très loin dans le temps, on peut se rappeler que l'année boursière 2011 avait bien démarré dans la zone euro). Pourtant, il n'est pas absurde d'accorder une importance particulière à ce qui se passe en janvier : au début de l'année, les gérants revoient l'allocation de leurs portefeuilles. Si des capitaux frais ne se placent pas sur les actions et ne font pas monter les indices de façon claire et nette, c'est que la confiance n'est pas là. En tout cas, la corrélation avec le proverbe précédent est assez juste : si le mois de janvier est bon et si effectivement l'année promet de se terminer sur une note positive, il n'est pas rare que le marché soit médiocre

en mai ; après un bon démarrage, des prises de bénéfice sont fréquentes au printemps.

Il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier

Nous avons un peu hésité à rappeler ce dicton populaire souvent cité en Bourse, tant sa banalité nous semble affligeante. Mais, tout bien réfléchi, il mérite quand même d'être rappelé, surtout à l'attention de ceux qui ont le goût du jeu et du risque. Quand on a une conviction forte, que l'on est persuadé d'avoir l'occasion de réussir un beau « coup », on peut être tenté d'y consacrer une part disproportionnée de ses liquidités. Si ça marche, c'est parfait. Si ça rate, ça peut coûter très cher. On n'est vraiment assuré à 100 % du succès de son opération que si l'on bénéficie d'une information privilégiée, si on est « initié ». Et en user n'est vraiment pas conseillé : cela peut aussi coûter très cher, et ce n'est que justice.

Préférez les filles aux mères

Non, il ne s'agit pas d'un extrait d'ouvrage licencieux qui se retrouverait ici par erreur. C'est le simple constat de la réalité ! Quand, dans un groupe, la société mère est cotée et certaines de ces filiales aussi, on a souvent plus intérêt à investir dans les filiales que dans la société mère. C'est

aussi, rappelons-le, le problème des holdings, qui souffrent généralement d'une décote si l'on compare leur valorisation boursière à la somme des valorisations de leurs filiales. En choisissant la fille, on sait précisément ce que l'on achète ; avec la mère, c'est plus compliqué. La Bourse n'a pas beaucoup de moralité, mais elle a du bon sens !

Chapitre 19

Les dix règles d'or de l'investissement boursier

Dans ce chapitre :

▸ Le rappel de quelques conseils essentiels

▸ Les principales erreurs à éviter (mais que nous commettons tous un jour ou l'autre !) *S* 'il suffisait d'appliquer mécaniquement des recettes apprises dans un

livre pour gagner en Bourse, cela se saurait. D'ailleurs, il n'y a pas de recettes. Deux seules choses comptent : d'abord comprendre comment ça marche, ensuite se lancer et faire son apprentissage concrètement, sur le terrain. Rien ne remplace l'expérience vécue. Il existe tout de même des règles qu'il vaut mieux observer et garder en mémoire. Les dix proverbes du chapitre précédent nous ont déjà permis d'en expliquer certaines. Nous allons maintenant revenir sur celles qu'il nous semble absolument indispensable de ne jamais oublier.

Bien passer ses ordres

Cela peut vous paraître ridicule, tellement c'est évident. En plus, cela paraît très simple : quand on passe ses ordres par Internet, des cases vides apparaissent sur l'écran : il suffit de les remplir. Ensuite s'affichent un récapitulatif de toutes les indications données et une demande de confirmation. Comment peut-on se tromper ?

Pourtant, les erreurs grossières ne sont pas rares. Tous les courtiers vous raconteront qu'il leur arrive de voir des choses aberrantes, y compris de la part de professionnels, peut-être trop pressés ou trop confiants en eux-mêmes. Citons l'exemple d'un gérant qui était satisfait de voir une valeur monter parce qu'il était persuadé de l'avoir en portefeuille ; or, il avait acheté

une autre valeur, au nom très voisin, qui connaissait, elle, une évolution beaucoup moins favorable… Il y a eu aussi dans les dernières années l'exemple fameux d'un professionnel japonais qui avait mélangé les chiffres et s'était retrouvé acheteur de plus d'actions d'une société qu'il n'y en avait sur le marché ; comme en plus il proposait un prix très avantageux, tout le monde s'était empressé de lui vendre ses titres !

Même si cela vous paraît stupide, vérifiez attentivement tous vos ordres : le

nom de la valeur, le code des titres concernés, le sens de l'opération (achat ou vente), comptant ou SRD, le type d'ordre et, le cas échéant, les limites ou les seuils de cours, la durée de validité de l'ordre. En cas d'erreur ou de changement d'avis, il est possible de modifier ou de supprimer un ordre pour les valeurs cotées en continu, mais encore faut-il arriver à temps, avant qu'il n'ait été exécuté totalement ou partiellement. Pour les valeurs qui sont cotées au *fixing*, les ordres arrivés dans la demi-heure qui le précède sont considérés comme définitifs. Mieux vaut donc ne pas se tromper.

Quant au type d'ordre choisi, vérifiez bien qu'il s'agit du plus adapté à vos besoins. Les ordres à cours limité, par exemple, s'imposent pour les valeurs à marché étroit ou sur des marchés nerveux susceptibles d'enregistrer de très fortes variations en quelques minutes. Mais n'oubliez pas qu'ils peuvent être exécutés de façon fractionnée, voire ne pas être exécutés du tout, alors que l'ordre au marché vous assure une exécution totale et sans grands risques sur un marché liquide.

Beaucoup de règles dépendent de votre style de gestion. Si vous multipliez les allers et retours en essayant de profiter au mieux de variations même modestes du marché, le choix des bonnes limites est fondamental. Si vous achetez des titres dans une optique de moyen ou de long terme, c'est le choix du moment pour acheter ou vendre qui est important, pas le deuxième

chiffre après la virgule de votre cours limite. Ne méprisez pas l'ordre au marché sous prétexte qu'il n'est pas très professionnel.

Et, de toute façon, n'oubliez jamais de regarder le carnet d'ordres avant de passer le vôtre.

Diversifier son portefeuille sans l'éparpiller

C'est un point acquis : il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier et trop concentrer son portefeuille sur quelques valeurs. Quand on démarre, que son portefeuille est encore modeste avec un nombre forcément limité de lignes, il faut absolument éviter d'avoir des actions présentant des caractéristiques trop voisines : uniquement des valeurs de haute technologie, des banques, etc. Pour autant, il ne faut pas tomber dans l'excès inverse :

l'éparpillement, avec une multitude de lignes. Un portefeuille doit avoir une cohérence et faire l'objet d'un réexamen d'ensemble périodique. Il faut savoir faire du nettoyage. Pourquoi ?

La première raison tient aux droits de garde. Tous les ans, votre intermédiaire financier (sauf les courtiers en ligne) prélève des droits de garde sur votre portefeuille. L'importance de ces droits et leur mode de calcul diffèrent d'un établissement à l'autre, mais deux éléments sont

généralement pris en compte : la taille du portefeuille et le nombre de lignes. Chez le même intermédiaire, deux portefeuilles de taille identique feront l'objet de frais de garde très différents si l'un est bien construit, assez resserré autour d'un nombre limité de titres, et l'autre très dispersé avec un nombre élevé de lignes. Comme ces frais peuvent atteindre près de 1 % de la valeur totale du portefeuille dans les établissements les plus chers, cela mérite d'être regardé de plus près.

Deuxièmement, les hausses enregistrées sur certaines valeurs seront peu profitables si celles-ci sont trop diluées dans l'ensemble du portefeuille. Il faut faire des choix, les assumer et essayer d'en tirer le meilleur parti. Exemple des questions à se poser : est-il vraiment nécessaire de détenir des valeurs représentant l'ensemble des secteurs d'activité ? Si l'on mise sur un secteur, est-il nécessaire d'avoir quatre ou cinq valeurs de ce secteur ? Ne faut-il pas plutôt concentrer son effort sur une ou deux valeurs particulièrement bien placées ? Si l'on croit au retour en forme de l'automobile, par exemple, faut-il acheter à la fois PSA et Renault ou ne faut-il pas plutôt choisir celui qui paraît le plus apte à profiter du rebond et placer une autre partie de ses liquidités soit sur un constructeur d'un autre pays, soit sur un équipementier ? Un portefeuille n'est pas un catalogue de valeurs !

Ne pas croire qu'on peut acheter au plus

bas et vendre au plus haut

C’est une idée que nous avons évoquée avec le proverbe « Il faut en laisser aux autres ». Garder ses titres en espérant que de nouveaux sommets seront atteints peut conduire à devoir les céder en catastrophe au moment où ils retomberont lourdement. En sens inverse, se précipiter pour acheter une valeur qui a beaucoup baissé peut conduire à revenir trop tôt sur le marché et à subir des pertes significatives. On ne peut jamais savoir sur le moment si l’on est au plus haut ou au plus bas. On ne le sait qu’après et, alors, il est trop tard.

Si, vraiment, on hésite à prendre une décision définitive, il vaut mieux procéder à des achats ou à des ventes partiels, puis compléter sa ligne ou la solder quand on y voit plus clair.

Savoir prendre son bénéfice

On rejoint là l’idée précédente. Contrairement à ce qu’on pourrait croire, le plus difficile en Bourse n’est pas d’acheter mais de vendre. Des valeurs qui méritent d’entrer en portefeuille, on en trouve toujours dans les périodes favorables. Et quand la Bourse est médiocre, que l’on n’a pas d’idée forte d’investissement, il vaut mieux s’abstenir et garder ses liquidités pour des jours meilleurs. Ce n’est pas la peine d’essayer d’aller contre le vent.

Les vrais problèmes commencent quand on a acheté. Il n’est pas facile

de prendre une décision si le titre baisse ; en général, on tarde trop à admettre qu'on a fait une erreur. Mais il est encore plus difficile de prendre une décision quand les titres achetés enregistrent assez vite une hausse conséquente. Que faire ? Vendre tout et prendre son bénéfice, en vendre une partie, tout garder en espérant que ça va continuer à monter ?

À cela, on ne peut que faire une réponse de Normand : tout dépend du contexte boursier, du potentiel de hausse de la valeur considérée et de votre tempérament. En somme, il n'y a pas une seule réponse possible valable universellement (sinon il n'y aurait plus de marché, tout le monde voudrait acheter ou vendre en même temps), il faut raisonner au cas par cas. Vendre ou ne pas vendre ? Ce n'est pas du Shakespeare, mais c'est tout de même une décision très difficile à prendre au début. Le jour où vous arriverez à trancher dans le vif sans avoir trop d'états d'âme, vous serez devenu un vrai boursier.

Celui qui ne veut pas vendre pour gagner encore plus prend de grands risques. Jesse Livermore, un célèbre spéculateur des années 1920, aurait, dit-on, forgé cette maxime édifiante : « Les haussiers [*bulls*, taureaux en anglais] et les baissiers [*bears*, ours] gagnent de l'argent, mais les goinfres [*pigs*], comme les cochons, finissent à l'abattoir. »

Savoir prendre son bénéfice ne signifie pas pour autant qu'il faut s'empresser de vendre dès qu'on a réalisé un gain. Le responsable des formations chez

un courtier en ligne a coutume d'apostropher ainsi ses clients : « Vous, les particuliers, vous perdez comme des riches et vous gagnez comme des pauvres ! » Le propos est rude, mais il repose sur un constat lucide. Trop souvent on voit des gens qui hésitent à vendre un titre sur lequel ils sont perdants et qui finissent par perdre beaucoup. En revanche, dès qu'ils réalisent un gain modeste, ils s'empressent de le réaliser en vendant

leurs titres. En fait, il faut se fixer des règles de gestion qui ne soient pas symétriques. Par exemple, commencer à se poser la question de vendre un titre dès lors qu'on perd 10 %, mais ne pas envisager de le vendre tant qu'on n'a pas gagné 15 ou 20 % (et bien évidemment le garder même après un gain de 20 %, si les perspectives restent favorables).

N'acheter que ce que l'on comprend

Beaucoup d'erreurs pourraient être évitées si les investisseurs ne se laissaient pas convaincre par leur banquier, par leur conseiller ou par un proche de faire des choses qu'ils ne comprennent pas. Dans les années 1990, la fièvre spéculative a poussé de nouveaux venus à la Bourse à acheter des actions de sociétés dont ils ne comprenaient pas ce qu'elles faisaient : ils savaient juste que ça avait un rapport avec Internet et les nouvelles

technologies de l’information, que ça avait le vent en poupe et que les cours montaient. On a vu le résultat.

La conclusion est simple : n’achetez jamais un warrant ou un certificat si vous n’êtes pas tout à fait sûr d’avoir bien compris comment il faut gérer ce type de produit. N’achetez jamais une action si vous ne comprenez pas ce que fait la société concernée. Si vous avez envie de sortir des secteurs traditionnels (distribution, BTP, automobile, etc.), renseignez-vous d’abord sur ces nouveaux métiers, leur rentabilité, leurs perspectives. Ne suivez pas les modes sans savoir où vous allez.

Se méfier des « tuyaux »

Dans les milieux boursiers ou dans les forums sur Internet circulent beaucoup de prétendues « informations ». Il faut être très vigilant. Certaines rumeurs partent d’un fait réel, d’autres sont complètement infondées. Il est utile de les connaître : elles permettent de comprendre pourquoi un titre décolle ou décroche brusquement sur le marché sans raison apparente. Mais on ne modifie pas sa stratégie d’investissement à partir de simples rumeurs : il faut que d’autres raisons, plus sérieuses, motivent votre achat ou votre vente. Celui qui lance une rumeur n’a généralement d’autre but que de faire bouger le titre dans son propre intérêt, à la hausse ou à la baisse ; ce qui se passera après sera votre problème, si vous l’avez cru.

Dans le même ordre d'idée, méfiez-vous comme de la peste des « conseils » avisés que peut vous donner votre banquier : il se peut qu'il soit sincère, mais il y a de fortes chances qu'il ait été incité à tenir ce discours pour placer sa marchandise. Ceux qui ont acheté des titres Eurotunnel (« Ça va

faire un malheur en Bourse ! ») ou Natixis (« Vous ne risquez rien, c'est une belle affaire ! ») sur recommandation de leur agence bancaire peuvent en témoigner.

Savoir que les réussites du passé ne sont

pas celles du futur

L'AMF oblige les établissements qui commercialisent les OPCVM à toujours faire figurer la mention : « Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. » Ce qui est parfaitement exact. Mais on pourrait étendre ce raisonnement à toutes les formes d'investissement boursier. Regardez les palmarès boursiers d'aujourd'hui et comparez-les à ceux d'il y a dix ans, vingt ans, trente ans. Vous constaterez que des noms prestigieux ont disparu, soit parce que la société a été achetée par une autre, ce qui est le cas le plus courant, soit parce qu'elle a sombré.

C'est ce qui fait l'intérêt de la Bourse. Tout change en permanence et aucune position n'est acquise. Dans le monde des entreprises, il n'y a pas

de certitudes. La belle affaire d'hier peut être le désastre de demain. Celui qui a toujours réussi peut commettre des erreurs. Il faut sans cesse se tenir informé des évolutions en cours et agir en conséquence.

Avoir des convictions fortes

S'adapter en permanence au changement ne signifie pas qu'il faille changer d'avis tout le temps. Bien au contraire. Il faut se fixer une ligne de conduite, une stratégie, et s'y tenir. Vous ne devez ignorer ni les mouvements d'humeur du marché ni les opinions et les conseils que vous entendez ; de toute façon, l'évolution des cours vous conduira inévitablement à procéder périodiquement à des arbitrages et à ajuster votre portefeuille. Mais si vous écoutez le dernier qui a parlé, si vous changez de stratégie tous les jours, votre gestion risque fort d'être désordonnée et improductive. L'équilibre n'est pas facile à trouver entre le maintien d'une politique d'investissement trop rigide (qui peut tourner à l'obstination et à l'aveuglement) et une application trop souple de cette politique (qui risque de conduire à des volte-face fréquentes et à une absence de vision à long terme). On ne peut pas aller contre le marché, mais on ne doit pas en suivre tous les revirements. Garder son sang-froid est un impératif absolu en toutes circonstances.

Agir conformément à son tempérament

Il y a mille manières de gérer un portefeuille. Choisissez celle qui convient le mieux à votre tempérament et à votre disponibilité. Vous ne voulez pas avoir à vous encombrer avec ces histoires d'argent tous les jours : choisissez des OPCVM en fonction des objectifs que vous poursuivez et faites le point périodiquement. Vous voulez gérer votre portefeuille vous-même, mais vous ne souhaitez pas y consacrer trop de temps : choisissez des grandes valeurs sur lesquelles vous trouverez des informations facilement et que vous pourrez acheter et vendre sans problème. Vous avez le goût du risque, vous désirez faire fructifier votre capital rapidement et vous êtes prêt à y consacrer du temps tous les jours, voire plusieurs fois par jour : lancez-vous sur le créneau des valeurs moyennes et des produits dérivés ; non seulement vous connaîtrez des émotions fortes, mais vous pouvez obtenir d'excellents résultats.

Et si vos performances ne sont pas fameuses, ayez l'humilité de le reconnaître et changez de méthode. Kenneth Fisher, gérant de capitaux et éditorialiste du magazine américain *Forbes*, avait surnommé le marché d'actions « le grand humiliateur ». Il avait raison. Même les meilleurs experts se laissent régulièrement prendre à contre-pied. Il faut savoir l'admettre.

Et si vous êtes vraiment trop souvent pris à contre-pied, il faut vous poser

modestement la question : suis-je fait pour la Bourse ? Et tirez-en les conclusions. Beaucoup de gens peuvent gérer un portefeuille d'actions eux-mêmes et auraient intérêt à le faire plutôt qu'à confier leur argent à leur banquier, mais chacun d'entre nous ne peut prétendre être un trader de génie.

Si vous avez des doutes, si vous n'êtes pas tout à fait sûr de vos connaissances et de votre flair boursier, faites un test : gérez un portefeuille fictif. Faites comme si vous aviez à placer une certaine somme d'argent, achetez, vendez, faites des opérations simples et d'autres plus complexes, voyez ce que cela donne. Si vous le souhaitez, vous pouvez trouver des simulateurs boursiers sur Internet qui vous permettront de faire vos premiers pas sans risques.

Et en conclusion, savoir profiter des circonstances

Sur le marché boursier, le climat change vite. Contrairement à la légende, on n'y gagne pas d'argent en dormant. Il faut rester en permanence aux aguets. Les professionnels ont un avantage sur vous : ils ne font que cela et

restent informés minute par minute. Mais vous n'avez pas de contraintes. À la différence d'un gérant de fonds spécialisé sur une zone géographique, un

secteur ou un certain type de valeurs, vous n'êtes pas obligé de rester sur un marché qui va mal. À la limite, si l'évolution est défavorable sur l'ensemble des marchés, vous pouvez en sortir et garder vos liquidités en attendant des jours meilleurs. Vous êtes le seul maître de votre action.

Cette liberté, il faut en profiter au maximum. Être investi à 100 % quand la tendance est résolument haussière, être plus prudent dans les périodes d'incertitude et totalement ou presque totalement liquide quand les choses tournent mal.

Au sujet du début du xxie siècle, on entend souvent parler de décennie perdue pour la Bourse. Cela ne doit pas vous inciter à rester à l'écart des actions. Au contraire. Il vaut mieux ne pas arriver sur le marché quand il a déjà plusieurs années de hausse derrière lui. Si radios et télévisions n'arrêtent pas de parler de la Bourse et de ses records, commencez à vous poser des questions : cela signifie que la phase de hausse est arrivée à son terme et qu'il faut envisager de vendre ou, si vous n'êtes pas sur le marché, cela signifie que ce n'est pas le moment d'y entrer.

Si l'on en juge par ce qui s'est passé au cours des dernières années, on est très loin de telles périodes d'euphorie qui finissent toujours mal. Après tous les chocs subis entre 2007 et 20011, l'économie et la finance sont entrées dans une longue période d'ajustement et de réorganisation. La croissance de

la zone euro sera probablement limitée pendant plusieurs années. Dans ce contexte, il paraît difficile d'envisager des entreprises très florissantes et des marchés boursiers extraordinairement porteurs.

Mais il ne faut pas l'oublier, même dans les mauvaises années ou les années moyennes, il y a toujours des entreprises qui réussissent à tirer leur épingle du jeu et à réaliser de belles performances. Si vous suivez régulièrement les marchés, si vous vous tenez bien informés, vous pourrez les détecter et faire fructifier votre capital. Et si, avec le temps, vous apprenez à maîtriser les produits dérivés, vous pourrez même traverser honorablement les périodes plus difficiles.

En tout cas, à défaut d'être exceptionnelle, la deuxième décennie de ce siècle a une forte probabilité d'être meilleure que la première : elle n'est pas partie d'un niveau excessivement élevé, c'est le moins que l'on puisse dire.

Alors, bonne chance !

Sixième partie

Annexes

Dans cette partie…

V ous trouverez un certain nombre d'informations pratiques : les adresses et les sites qu'il faut absolument connaître ou qui peuvent être utiles, les principales

sources d'information, les courtiers en ligne et, enfin, les coordonnées des principales associations d'actionnaires. Un glossaire vous permettra de vous remémorer la

signification de tel sigle ou de tel terme technique sans avoir à vous reporter au chapitre où il est expliqué de façon plus approfondie.

Annexe A

Informations pratiques

Organismes

Euronext Paris SA, 39, rue Cambon 75001 Paris. Sur le site

www.euronext.com, on devrait en théorie trouver toute l'information utile sur l'organisation du marché et ses règles de fonctionnement.

Malheureusement, ce n'est pas le cas. Euronext ne s'intéresse pas beaucoup aux investisseurs individuels (c'est un euphémisme !), son site n'est pas du tout conçu pour eux et si vous cherchez des traductions françaises de tous les textes qui pourraient vous intéresser, vous risquez d'être cruellement déçus. On peut toutefois le consulter avec intérêt pour retrouver les fiches des sociétés cotées et les indices ainsi que pour voir les communiqués publiés par les sociétés.

Précisons que NYSE Euronext organise des sessions de formation, principalement orientées vers les marchés dérivés, en partenariat avec des courtiers en ligne et des spécialistes de l'analyse graphique.

À la même adresse postale se trouvent la Fédération française des clubs d'investissement (www.ffci.fr) et l'École de la Bourse (avec son site pédagogique www.écolebourse.com), qui propose des formations à la Bourse (analyse financière, analyse technique, etc.) de différents niveaux, dans ses locaux ou en ligne.

Toujours à cette même adresse, on trouve aussi Paris Europlace (www.paris-europlace.net), association professionnelle qui travaille à promouvoir la place financière de Paris à l'étranger, formule des propositions pour renforcer son attractivité et alimente les réflexions sur l'organisation des marchés financiers européens et mondiaux.

Autorité des marchés financiers – AMF, 17, place de la Bourse 72082 Paris Cedex 02. Son site www.amf-france.org est une mine d'informations pour les investisseurs sur la réglementation de l'AMF, ses décisions, les communiqués des sociétés cotées, les prospectus des OPCVM, etc. En cas de litige, on peut s'adresser au médiateur de l'AMF par courrier postal.

L'Institut pour l'éducation financière du public, 41, boulevard des Capucines, 75002 Paris, a été créé à l'initiative de l'AMF et d'Euronext. Son site pédagogique www.lafinancepourtous.com est remarquablement bien fait.

Sources d'information

La presse quotidienne. Malheureusement, il ne reste plus qu'un quotidien spécialisé dans l'économie et la finance : *Les Échos*. Mais on peut toujours retrouver les articles de *La Tribune* sur son site internet.

La presse hebdomadaire spécialisée. Après la disparition de *La Vie financière*, partiellement reprise par *Money Week*, qui a déposé son bilan en octobre 2011, *Le Journal des finances* a été repris par *Investir*, désormais seulement concurrencé par *Le Revenu*. Chacun des deux hebdomadaires

a un site internet fort utile pour suivre l'actualité au jour le jour. Précisons qu' *Investir - Le Journal des finances* a considérablement renforcé les services proposés à ses abonnés sur son site.

On trouve aussi des médias purement internet comme www.abcbourse.com ou www.zonebourse.com : ils ont souvent développé des liens étroits avec des sociétés d'investissement (le groupe Viel dans les deux exemples cités). C'est bien évidemment le cas du plus fréquenté de tous ces sites, Boursorama (groupe Société générale), qui propose de façon intégrée information et services bancaires ; ses forums sont très animés.

Pour la pédagogie et la simulation d'opérations en Bourse, citons aussi les sites www.edubourse.com et www.stockcity.fr, créés par la société FinStreet.com.

Les blogs. Ils sont de plus en plus nombreux sur le thème de la Bourse. Parmi les plus connus, citons www.leblogfinance.com, avec une bonne vision des marchés, et www.cafedelabourse.com, très pédagogique. Au hasard de vos promenades sur la Toile, vous en trouverez d'autres.

Courtiers en ligne

Tous les établissements bancaires offrent la possibilité de gérer son portefeuille en ligne, avec des sites parfois très bien faits, mais des tarifs généralement plus élevés que les courtiers en ligne « purs ». Il est difficile de conseiller un intermédiaire plutôt qu'un autre. Les tarifs pratiqués ne

sont pas toujours directement comparables ; tout dépend de la façon dont vous comptez intervenir, du montant et de la fréquence de vos ordres. Les services fournis sont également différents. Regardez, comparez et faites votre choix :

✓ www.absystème.fr, avec ses quatre forfaits Trader et ses deux forfaits pour les produits dérivés ; ABS est une marque de Bourse Direct.

Annexe A : Informations pratiques

365

✓ www.axabanque.fr**.**

✓ www.barclays.fr, avec son service Barclays Bourse *on line*.

✓ www.b-capital.com. B*Capital, filiale du groupe BNP Paribas, est issue du rapprochement de deux sociétés de Bourse. Son principal atout est la très large gamme des instruments financiers auxquels on peut avoir accès par son intermédiaire.

✓ www.bforbank.com. BforBank est une banque privée en ligne fondée par les caisses régionales du Crédit agricole. Elle a pris le relais de CPR Online.

✓ www.binck.fr, succursale française du groupe néerlandais BinckBank.

✓ www.bnpparibas.net.

✓ www.boursedirect.fr, filiale de Viel & Cie. Ses sessions de formation pour ceux qui découvrent les produits dérivés sont de bonne qualité.

✓ www.boursorama.com, créé en 1996, repris par Fimatex, filiale de la

Société Générale en 2002, a racheté le courtier Selftrade la même année.

✓ www.capitol.fr est aussi une marque de Bourse Direct.

✓ www.claresco.fr, à la fois gestionnaire de portefeuilles et intermédiaire, travaille en partenariat avec plusieurs grands

établissements bancaires et des assureurs.

✓ www.cic.fr, avec son service de banque à distance Filbanque.

✓ www.cortalconsors.fr appartient au groupe BNP Paribas.

✓ www.dubus.fr, créé par Dubus SA, société de Bourse indépendante.

✓ www.easybourse.com, entreprise d'investissement filiale du groupe La Banque postale.

✓ global.etrade.com, pour intervenir sur les marchés américains.

✓ www.financefi.fr, très axé sur les *trackers*, warrants et certificats.

✓ www.fortuneo.fr, banque en ligne, a pour actionnaire de référence le Crédit Mutuel Arkéa.

✓ www.ingdirect.fr, filiale du groupe néerlandais ING.

✓ www.labanquepostale.fr

✓ www.mesactions.com, autre marque de Bourse Direct.

✓ fr.saxobank.com, filiale française de la danoise Saxo Bank, spécialisée dans les négociations sur devises, CFD et, d'une façon

générale, tous les produits dérivés.

✓ www.startfinance.com, site de courtage en ligne de la Banque d'Escompte

et Wormser Frères réunis.

✓ www.vegactif.fr, service en ligne de La Compagnie 1818-Banquiers privés (groupe BPCE).

Précisons que ce secteur d'activité est en perpétuel mouvement, avec des créations et des fusions. Cette liste est purement indicative. Sur des sites comme www.courtiers-en-ligne.fr ou www.comparabourse.fr, vous trouverez l'actualité la plus récente sur les courtiers en ligne et des comparaisons portant sur les prix et les services offerts.

À cette liste, il faudrait ajouter celle de toutes les entreprises qui fournissent des analyses graphiques. Mais en règle générale, vous serez incité à travailler avec les prestataires de services partenaires de votre courtier en ligne.

Associations de défense des actionnaires

Certaines sont permanentes, d'autres se forment pour défendre les actionnaires minoritaires d'une société précise. Nous ne donnons ici que les principales associations à vocation générale.

Adam, Association de défense des actionnaires minoritaires, présidée par Colette Neuville

4, rue Montescot

BP 208

28004 Chartres Cedex

Tél. : 02 37 36 70 56

Anaf, Association nationale des actionnaires de France

13, avenue du Maréchal-de-Lattre-de-Tassigny

94100 Saint-Maur

Tél. : 01 42 83 27 57

Site internet : www.anaf-invest.com

APAI, Association pour le patrimoine et l'actionnariat individuel

MB 203, 91, avenue Carnot

54130 Saint-Max

Site internet : www.apai.fr

Appac, Association des petits porteurs actifs

158, rue des Murlins

45000 Orléans

Tél. : 02 38 88 09 44

E-mail : association.appac@wanadoo.fr

Annexe A : Informations pratiques

367

D'autres adresses peuvent être trouvées sur certains sites boursiers, notamment sur www.boursica.com.

A cette liste, ajoutons le groupe Deminor, spécialiste du conseil aux actionnaires, présent dans cinq pays européens, qui intervient dans de

nombreuses procédures collectives.

www.deminor.fr

Annexe B

Glossaire

L a plupart des termes figurant ci-dessous sont expliqués de façon détaillée dans l'ouvrage. Si vous voulez simplement vérifier le sens de l'un d'entre eux, nous vous en proposons dans ce glossaire une définition simplifiée. Certaines notions précisées ici ne sont pas reprises dans le reste de l'ouvrage.

ABSA : Action à bon de souscription d'action. Action nouvelle émise dans le cadre d'une augmentation de capital à laquelle sont attachés un ou plusieurs bons de souscription. Si le bon est remboursable à un prix déterminé dans le contrat d'émission, on a alors affaire à une ABSAR.

Action : Titre de propriété d'une part du capital d'une société.

ADP : Peut signifier Aéroports de Paris, mais aussi action à dividende prioritaire. L'action est sans droit de vote mais bénéficie d'un dividende supérieur à celui d'une action ordinaire.

AGE : Assemblée générale extraordinaire des actionnaires, appelée à se prononcer sur des questions stratégiques ou la modification des statuts.

AGM : Assemblée générale mixte, à la fois ordinaire et extraordinaire.

AGO : Assemblée générale ordinaire des actionnaires, qui se prononce sur

les comptes de l'exercice écoulé et les questions concernant la vie courante de la société.

AMF : Autorité des marchés financiers. Organisme réguleur des marchés français.

Avertissement sur résultats (*profit warning* en anglais) **:** Communication d'une société pour prévenir que ses résultats seront inférieurs aux prévisions.

BCVG : Bon de cession de valeur garantie. Distribué à l'occasion d'une OPA, il donne le droit de céder les actions visées à une date ultérieure et à un prix supérieur à celui de l'offre.

BNPA : Bénéfice net par action.

BSA : Bon de souscription d'action. Donne la possibilité de souscrire une ou plusieurs actions à un prix déterminé pendant une période donnée.

***Call* :** Produit dérivé (option ou warrant) permettant de jouer la hausse d'un sous-jacent (action, indice, etc.) sans avoir à le détenir.

Capitalisation boursière : Valeur boursière d'une société, obtenue en multipliant son cours de Bourse par le nombre d'actions émises.

Capitaux propres : Sommes apportées par les créateurs d'une société, auxquelles il faut ajouter le cas échéant des réserves constituées au fil des ans et le produit des augmentations de capital. On peut aussi employer

l’expression « fonds propres ».

Cash-flow : On le calcule chaque année en additionnant le résultat net, les amortissements et les provisions. Il mesure la capacité de l’entreprise à investir et à rémunérer ses actionnaires. En français, on devrait normalement employer l’expression « capacité d’autofinancement ».

CCI : Certificat coopératif d’investissement. Ce certificat d’investissement, sorte d’action sans droit de vote, est émis par les banques mutualistes et coopératives, comme les caisses régionales du Crédit Agricole.

CDV : Certificat de vote. Uni à un certificat d’investissement, il permet de reconstituer une action.

Certificat d’investissement : Titre de propriété d’une part du capital d’une société, mais sans droit de vote.

CIP : Certificat d’investissement privilégié. Donne droit à un dividende supérieur à celui perçu par les actionnaires.

Code mnémonique : Lettres permettant de désigner une « société cotée » (AC pour Accor, ADP pour Aéroports de Paris, etc.). Il est plus simple à employer que le code ISIN (FR0010340141 pour Accor par exemple).

Comptes consolidés : Comptes d’une société, dite société mère, intégrant ceux de ses filiales selon des méthodes comptables différentes selon qu’il s’agit d’une filiale réellement contrôlée par la maison mère ou d’une simple participation.

Comptes pro forma : Établis par une société pour permettre des comparaisons avec les années précédentes si son périmètre a changé à la suite de fusions, d'acquisitions ou de cessions.

Consensus : Estimation médiane des analystes (ils sont aussi nombreux à annoncer des chiffres supérieurs qu'à s'attendre à des chiffres inférieurs) concernant les résultats non encore publiés d'une société cotée.

Annexe B : Glossaire

371

Croissance interne : Celle qui résulte du développement propre de l'entreprise, par opposition à la croissance externe, qui résulte d'éventuelles fusions ou acquisitions.

CVG : Certificat de valeur garantie. Titre remis à l'occasion d'une OPA à l'actionnaire de la société cible.

Dette nette : Dette financière d'une entreprise (emprunts bancaires ou obligataires) diminuée du montant de sa trésorerie. À partir de ce chiffre, on peut calculer des ratios donnant une image assez précise de la situation de l'entreprise, notamment le ratio dette nette sur fonds propres.

Dividende : Part du bénéfice distribuée aux actionnaires.

Dow Jones : Le plus ancien indice de la Bourse de New York, calculé en procédant à la simple somme arithmétique des cours de 30 grandes sociétés.

EBIT : Earnings Before Interest and Taxes. Équivalent anglo-saxon du résultat d'exploitation.

EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Équivalent anglo-saxon de l'excédent brut d'exploitation.

FCP : Fonds commun de placement.

FFCI : Fédération française des clubs d'investissement.

FT100 : Principal indice de la Bourse de Londres, couramment appelé « Footsie », calculé à partir des cours des 100 premières sociétés cotées sur la place.

Gestion indicielle : Consiste à reproduire les performances d'un indice boursier.

***Goodwill* :** En français, on préférera parler de « survaleur » ou d'« écart d'acquisition ». Différence entre le prix payé pour l'acquisition d'une société et sa valeur comptable.

***Hedge fund* :** Fonds d'arbitrage, fonds spéculatif.

Marché primaire : Le terme s'emploie pour désigner l'achat de titres à l'émission (comparable au marché du neuf dans l'automobile ou l'immobilier).

Marché secondaire : Endroit où s'échangent les titres après leur émission (comparable au marché de l'occasion pour l'automobile ou de l'ancien pour l'immobilier).

Marge d'exploitation : Résultat d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires. Donne une idée de la rentabilité d'une entreprise. On parle aussi de « marge opérationnelle ».

***Mid cap* :** Abréviation anglaise de « valeur moyenne ».

Moins-value : Perte enregistrée au moment de la cession d'un actif mobilier ou immobilier. Se calcule en faisant la différence entre le prix d'achat et le prix de vente, y compris les frais de transaction.

Monep : Marché des options négociables de Paris. Aujourd'hui intégré à Euronext Liffe, qui regroupe les marchés d'options sur titres et indices des diverses places d'Euronext et le marché britannique des dérivés.

Nikkei 225 : Indice le plus connu de la Bourse de Tokyo. Cependant, beaucoup de spécialistes estiment que le Topix est plus représentatif.

OAT : Obligation assimilable du Trésor.

OATi : Obligation assimilable du Trésor indexée. La valeur nominale et le coupon de ces emprunts d'État évoluent en fonction de l'indice des prix à la consommation.

Obligation : Titre de créance négociable représentant une part de la dette d'un État ou d'une entreprise. Elle peut être à taux fixe ou à taux variable.

OBSA : Obligation à bon de souscription d'action.

OC : Obligation convertible. Peut être échangée à tout moment contre une ou

plusieurs actions nouvelles de la société émettrice.

Océane : Obligation convertible ou échangeable en actions nouvelles ou existantes. La plupart des émissions de convertibles se font maintenant sous cette forme.

OPA : Offre publique d'achat**.** Une société (ou plusieurs personnes morales agissant de concert) annonce son intention d'acquérir tous les titres d'une autre société (la cible) durant un certain délai et à un prix fixé en espèces.

OPCVM : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

OPE : Offre publique d'échange. Opération identique à une OPA, mais le paiement s'effectue en titres de la société initiatrice et non en espèces.

OPF : Offre à prix ferme. Procédure d'introduction en Bourse qui consiste à mettre des titres sur le marché à un prix fixé d'avance.

Annexe B : Glossaire

373

OPM : Offre à prix minimal. Dans cette procédure d'introduction, le prix d'offre est un prix minimal. Seuls sont acceptés les ordres à cours limité d'un montant supérieur.

OPO : Offre à prix ouvert. Procédure d'introduction en Bourse de titres à l'intérieur d'une fourchette de prix.

OPR : Offre publique de retrait. Opération par laquelle le ou les actionnaires majoritaires proposent de racheter les actions détenues par les actionnaires

minoritaires.

Opra : Offre publique de rachat. Opération par laquelle une société propose à ses actionnaires de racheter une partie de leurs titres pour les annuler.

ORA : Obligation remboursable en actions. À l'échéance, elle n'est pas remboursée en espèces, mais en titres de la société émettrice.

Pay out : Mesure, en pourcentage, la part des bénéfices qui est distribuée aux actionnaires.

PEA : Plan d'épargne en actions.

PEG : Price Earning Growth. Permet d'affiner l'information donnée par le PER en fonction de la capacité des entreprises à faire croître leurs bénéfices. On divise le PER par la croissance annuelle attendue des bénéfices.

Penny stock : Action tombée à un bas niveau, moins de 1 $, 1 £, 1 €, etc.

PER : Price Earning Ratio. Sigle anglais pour désigner tout simplement le rapport cours/bénéfice d'une action. Une valeur qui a PER élevé est chère. Toute la question est de savoir si c'est vraiment justifié.

Plus-value : Gain enregistré au moment de la cession d'un actif. Une plus-value est potentielle quand le prix actuel de l'actif considéré dépasse le prix auquel on l'a acheté, si on n'a pas encore vendu.

Price to book ratio **:** Compare la capitalisation boursière d'une société à la valeur de son actif net comptable. S'il est inférieur à 1, il signale que l'entreprise a une valeur boursière inférieure à celle de ses fonds propres.

***Private equity* :** Investissement en entreprises non cotées.

Put : Instrument financier permettant de jouer la baisse d'un sous-jacent (action, indice, etc.).

Ratio VE/CA : Valeur d'entreprise (capitalisation boursière plus dette nette, soit le prix qu'un acquéreur devrait payer pour prendre le contrôle de la société) rapportée au chiffre d'affaires. Ce ratio varie évidemment d'une entreprise à l'autre, mais aussi d'un secteur à l'autre.

Rentabilité des fonds propres : en anglais Return On Equity, ou ROE Rapport entre le bénéfice net et le montant des fonds propres. Cette mesure de la rentabilité des capitaux investis joue un rôle clé dans les débats économiques actuels.

Réservation des cotations : Une valeur est dite « réservée », à la hausse ou à la baisse, lorsqu'il est momentanément impossible d'ajuster l'offre et la demande de titres à l'intérieur d'une zone de cours préalablement définie. À l'ouverture de la séance, le cours ne peut être supérieur ou inférieur de 10 % au cours de référence, en l'occurrence le cours de clôture de la veille ; s'il ne peut s'établir à l'intérieur de ces seuils, la valeur est réservée cinq minutes et le seuil atteint devient le nouveau cours de référence. Chaque nouveau cours devient en séance le nouveau cours de référence. Pour les valeurs qui ne sont pas cotées en continu, une réservation à la hausse ou à la baisse conduit à un

report de la cotation à la séance suivante, avec comme référence le cours de réservation. À ces seuils dits statiques de réservation de 10 % s'ajoutent des seuils « dynamiques » : chaque nouvelle transaction ne peut s'effectuer à un niveau supérieur ou inférieur de plus de 2 % à celui du précédent.

Résultat d'exploitation : La différence entre les recettes et les charges conduit à l'excédent brut d'exploitation. Après prise en compte des dotations aux amortissements, provisions pour dépréciations d'actifs, etc., on arrive au résultat d'exploitation. Les entreprises préfèrent souvent parler de « résultat opérationnel ».

Résultat net : Dernière ligne du compte de résultat. Apparaît après déduction des charges financières. Il est « part du groupe » après déduction de la part revenant aux autres actionnaires des filiales.

RO : Retrait obligatoire. Opération par laquelle les titres non présentés à une OPR sont transférés sans autre possibilité de choix aux actionnaires majoritaires.

S & P 500 : Indice Standard & Poor's calculé à partir des cours de 500 valeurs de la Bourse de New York.

Sicav : Société d'investissement à capital variable. C'est un OPCVM.

Sous-jacent : Se dit d'un actif qui sert de support à des options, des warrants, des bons de souscription, des contrats à terme ou des *trackers*.

SRD : Service de règlement différé. Mode de négociation et de règlement qui a succédé au règlement mensuel pour les principales valeurs de la cote.

***Stock picking* :** Sélection de valeurs au cas par cas pour composer un portefeuille.

Annexe B : Glossaire

375

Suspension de cotation : Elle résulte d'une décision d'Euronext, de sa propre initiative ou à la demande de la société ou de l'AMF, dans l'attente d'un

communiqué, d'un projet d'offre, etc.

TP : Titre participatif. Valeur mobilière qui se situe à mi-chemin entre une action et une obligation.

Valeur (mobilière) : Terme générique désignant tous les titres négociables

cotés ou non en Bourse.

Volatilité : Mesure de la fluctuation des cours d'une action. La volatilité historique se mesure à partir des cours enregistrés, la volatilité implicite à

partir du prix des options.

Warrant : Valeur mobilière émise par un établissement financier ayant le

caractère d'une option. Un *call warrant* donne le droit d'acheter l'actif support (ou sous-jacent), le *put warrant* donne le droit de le vendre à un cours donné et à une date donnée.

Index

A

nombres, 149

obligations remboursables en, 277

accident boursier, 208

OPCVM, 277

acheter

placement gagnant, 32

des OPCVM, 286

placement rémunérateur, 28

en connaissance de cause, 275

précautions à prendre, 43

un titre, call warrants, 337

prime de risque, 83

acquisition, écart de, goodwill, 297

prix, 44

actif

racheter, 196, 227

de l’entreprise, 119

rendement, 137

net, 101, 127, 128

résistances, 140

actionnaires

sélectionner, 107

assemblée annuelle, 157, 216

seuils, supports, 140

assemblées générales, 139

valeur nominale, 194

assemblées générales ordinaires, 174

volatilité, 308

d’une société cible, OPA, 209

ADP, actions à dividende prioritaire, 193

dilué, 188

affaire Madoff, 284

dividende, 175, 182

affectation des bénéfices, 119

droit de vote, 184

AFT, Agence France Trésor, 264

en France, 45

Agence France Trésor, AFT, 264

fidéliser, 192

agents de change, disparition, 57

actions

alertes aux résultats, 181

à dividende prioritaire, ADP, 194

Alphandéry, Edmond, 266

bénéfice net, 84, 135, 370

Alternative Trading Facilities, ATF, 61

cote, 24, 28

Alternext, 67, 97, 126, 204

cours, 24

AMF, Autorité des marchés financiers, 63,

cours, facteurs politiques, 85

177, 214

définition, 24

agrément pour les OPCVM, 271

détenteurs, 30, 31, 185

calendrier des OPA, 209

déterminer le prix, 71

classification des OPCVM, 283, 287

dividende, 21, 24, 25, 29

règles sur les OPA, 208, 209

émettre, 24

rôle, 62

facteurs de hausse et de baisse, 72

analyse fondamentale, 113, 153

fonctionnement, 64, 282

sélection des actions, 107

frais annexes, 44

analyse graphique, 131, 149

gratuites, 194

bâtonnets, 145

hausse, 73

bougie japonaise, 145

inconvénients, 20

canal, 140

drapeau, 143

banque centrale, rôle, 157

moyennes mobiles, 146

Banque de France, 35

rectangle, 140

banques centrales

tendance, 140

et marchés, 153

tête-épaules, 142

rôle, 78

tête-épaules inversée, 143

banques, particularités, 127

triangle, 141

bâtonnets, analyse graphique, 145

tunnel, 140

BCE

analyse quantitative, 131

Banque centrale européenne, 156

anticiper en Bourse, 85

statistiques, 170

appel public à l’épargne

BCVG, bon de cession de valeur garantie,

règles, 11

220

suppression, 19

bénéfice

appels de marge, 302

affectation, 113

Arcelor, 224

net d’une action, 84

assemblée annuelle, rôle des actionnaires,

net par action, BNPA, 134

182

par action, 135

assemblée générale

bilan, 124

extraordinaire, 186

BNPA, bénéfice net par action, 134

ordinaire, 184

bombe à retardement, 226

rôle des actionnaires, 182

bon de cession de valeur garantie, BCVG,

asset management, 279

220

assurance vie, imposition, 42, 94, 325

bon de souscription, 191, 305

ATF, Alternative Trading Facilities, 61

intérêt pour l’entreprise, 305

au pied du coupon, calcul du cours d’une

intérêt pour l’investisseur, 305

obligation, 264

Borsa Italiana, 60

augmentations de capital, 175

bougie japonaise, analyse graphique, 139

actionnaire dilué, 188

Bourse

droit prioritaire de souscription, 189

adopter une stratégie, 308

réservée, 191

anticiper, 85

souscrire, 188

comment investir, 88

autocontrôle, 70, 198

comptes d’entreprise, 47

autofinancement libre, 123

confiance, 81

Autorité des marchés financiers, AMF, 54,

conseils, 88

63

consolidation, 57

avantages

cycle, déroulement, 88

de l’introduction en Bourse, 20

de Paris, marché réglementé, 61

avis d’opéré, 109

définition, 11, 17

diversifier son portefeuille, 354

B

économie, 47

entrer en, 19

Balo, Bulletin des annonces légales

et analyse quantitative, 154

obligatoires, 177

et économie, 75, 155

Banque centrale européenne, BCE, 156

et géopolitique, 348

Index

et risques, 207

calculer

fonctionnement, 17

cours d’une obligation, 254

gains, dividende, 137

rendement de l’action, 132

gains, plus-value, 25

rendement global, 132

investir au bon moment, 88

calls warrants, 312

nouvelle société, 202

canal, analyse graphique, 134

obligations, 258

capital

officielle, création, 56

augmentations, 188

part d’incertitude, réduire, 113

des entreprises, 12

passer un ordre, 86

et travail, 79

prévisions, 164

montant minimal, 19

quelle somme investir ?, 44, 46

social, SA, 15

quitter, 228

capital-développement, 15

rapprochement entre continents, 56

capitalisation

records, 360

boursière, 66

saisonnalité, 350

OAT de, 266

s’informer, 50

capitalisation boursière

variations, 159

classement, 235

virtuelle, 17

grandes valeurs, 235, 236

vocabulaire de base, 47

petites valeurs, 236

brokers, intermédiaires financiers, 65

valeurs moyennes, 235, 236

Brongniart

capital-risque, sociétés, 15

Alexandre Théodore, 18

carnet d’ordres, 100, 354

palais, 18

cascade du compte de résultat, 115

bulle,

cash-flow, 251

boursière, mécanisme, 67

capacité d’autofinancement, 117

Internet, 19, 346

Cedel, 58

Bulletin des annonces légales obligatoires,

certificats

177

100 %, 315

Balo, 177

bear, 316

Bundesbank, 173

bonus, 316

BVLP, Bolsa de Valores de Lisboa e Porto,

bull, 316

59

cappés, 316

cappés+, 317

C

de valeur garantie, CVG, 220

discount, 317

CAC 18, 68, 69

floorés, 316

histoire, 68

floorés+, 317

indice négociable, 69

jet, 318

CAC Allshares, 70

parité avec le CAC 40, 322

CAC Mid 100, 70

produits dérivés, 306

CAC Mid et Small 190, 70

sprint, 318

CAC Next 20, 70

turbo, 318

CAC Small 90, 70

valeurs mobilières, 312

CFD, Contracts For Difference, 319

Conseil des marchés financiers, CMF, 63

charges d'exploitation, 117

conseiller en investissements financiers,

chevalier blanc, 224

CIF, 293

chiffre

consolidation, 57

du chômage, rôle, 157

Contracts For Difference, CFD, 315

chiffre d'affaires

contre-OPA, 210

à périmètre comparable, 116

contrer une OPA hostile, 220

à taux de change constant, 116

corbeille, 18, 57

indicateur, 115

cotation

CIF, conseiller en investissements

à la criée, abandon, 57

financiers, 293

avantages et inconvénients, 20

Clearstream, 58

critères, 20

club d’investissement, 48

électronique, 56

CMF, Conseil des marchés financiers, 62

quotidienne des obligations, 28

COB, Commission des opérations de

trous, 150

Bourse, 63

cote

code ISIN, 97, 264

des obligations, lire, 264

Commission des opérations de Bourse,

en euros, obligations convertibles, 271

COB, 63

enrichie, 100

Commission européenne, rôle dans les

lire, 91

OPA, 218

retrait, 227

compagnies d’assurances, particularités,

coupon

133

zéro, OAT, 266

comparer les taux actuariels, 263

obligations, 258

compartiment de cotation, 99

courbe des taux, 83

composer

cours

un portefeuille boursier, 233

d’une valeur, connaître, 66

économiques et financiers, 51

de compensation, 290

compte de résultat, cascade, 115

des actions, 97

compte titres

des actions, facteurs politiques, 85

ordinaire, imposition, 90

des obligations, 258

ouvrir, 90

des valeurs, Eurolist, 98

PEA, 90

courtiers

comptes

en ligne, fonctionnement, 92, 93

consolidés, 120

intermédiaires financiers, 65

présentation, 113

créer

pro forma, 116

une SA, 15

sociaux, 120

une SARL, 14

concentration

crise

horizontale, 216

2007-2009, explications, 336

verticale, 216

boursière, schéma, 31

concurrence, renforcer, 59

économique, 337

confiance, 81

financière, 339

des ménages, indice, 165

Lehman Brothers, 339

subprimes, 35, 337

droit

critères de cotation, 20

à l’information, 176

croissance économique et hausse des

d’attribution, 194

actions, 77

de garde, 92

cycles

préférentiel de souscription, DPS, 305

boursiers, 148

prioritaire de souscription, DPS, 189

boursiers, déroulement, 88

marchés boursiers, 47

E

D

Earnings Before Interests and Taxes, EBIT,

120

décider du moment de la vente, 339

Earnings Before Interests, Taxes,

définitions

Depreciations and Amortisations,

action, 25

EBITDA, 120

Bourse, 11, 17

Earnings Per Share, EPS, bénéfice par

obligations, 23

action, 135

spread, 23

EBE, excédent brut d’exploitation, 122

déflation, 156

indicateur, 123

cours des actions, 80

EBIT, Earnings Before Interests and Taxes,

délit d’initié, 49, 180

120

delta d’une option, 308

EBITDA, Earnings Before Interests, Taxes,

dématérialisation des titres, 56, 58

Depreciations and Amortisations, 120

dérivés, produits, 299

écart

détachement du coupon, 58

d’acquisition, goodwill, 126

Deutsche Börse, 58

de suivi, tracking error, 285

dispositifs anti-OPA, 224

échanger

distribution, taux, 119

ordres d’achat, 17

diversifier

ordres de vente, 17

les risques, 46

économie

portefeuille boursier, 342

et Bourse, 51, 77

dividende, 134

taux à court terme, 81

action, 29

Elliott, Ralph Nelson, 147

cumulatif, 185

emprunts

des actionnaires, 182

d’État, 29

gain en Bourse, 337

privés, 259

majoré, conditions, 192

endettement

taux de majoration, 193

levier de l’entreprise, 85

Dow Jones, 68

net, 130

DPS

entrée en Bourse, 19

acheter, 190

entreprises

droit préférentiel de souscription, 305

actif, 124

droit prioritaire de souscription, 189

actif net, 126

valeur, 181

actions, 24

drapeau, analyse graphique, 143

américaines, publications trimestrielles,

F

168

assemblées générales, 175

FCIMT, fonds communs d’intervention sur

bilan, 124

les marchés à terme, 286

capital, 12

FCP, fonds communs de placement,

cotées, public equity, 22

rémunération, 35, 64

d’investissement, intermédiaires

AMF, agrément, 281

financiers, 64

fonds communs de placement, 280

endettement, 85

trackers, 279

endettement net, 130

FCPE, fonds communs de placement

financer la croissance, 189

d’entreprise, 286

fonds de roulement, 122

FCPI, fonds communs de placement dans

fonds propres, 119

l’innovation, 286

françaises, dépôt des comptes annuels,

FCPR, fonds communs de placement à

169

risques, 286

informer les actionnaires, 176

Fed, Réserve fédérale, 161

non cotées, private equity, 22

Fédération française des clubs

obligations, 23

d’investissement, FFCI, 48

passif, 124

FFCI, Fédération française des clubs

privatisation, 195

d’investissement, 48

publication des comptes, 114

Fibonacci, Leonardo, 149

publications, utiliser, 172

filiales, investir dans les, 352

rentable, 124

FIP, fonds d’investissement de proximité,

SA, 15

286

SARL, 14

fixage, heure de cotation, 66

sortir de la cote, 227

fixing, 57, 236

valeur ajoutée, 122

FMI, Fonds monétaire international, 164

EPS, Earnings Per Share, bénéfice par

fonctionnement rendement-risque, 34

action, 135

fonds

ETF, Exchange Traded Funds, 294

à compartiments, OPCVM, 277

actifs, 280

à formule, OPCVM, 277

Euroclear, 58, 60

à performance absolue, 277

Eurolist, 65

alternatifs, OPCVM, 277

cours des valeurs, 67

bêta, 285

Euronext, 59, 97, 294

communs d’intervention sur les marchés,

calendrier des liquidations, 300

280

classement des industries, 235

à terme, FCIMT, 286

indice, 99

communs de placement à risques, FCPR,

NextTrack, 294

280

nouveautés, 109

communs de placement d’entreprise, 286

warrants, 299

FCPE, 256

Eurostat, 170

communs de placement dans

évaluer le prix d’une option, 295

l’innovation, FCPI, 256

excédent brut d’exploitation, EBE, 122

d’investissement de proximité, FIP, 286

Exchange Traded Funds, ETF, 294

de fonds, OPCVM, 277

de portefeuille, 235

passive, 291

de roulement, 123

goodwill, survaleur, 126

éthiques, 290

Greenspan, Alan, 33, 161

garantis, 289

Growth At Reasonable Price, GARP, 253

ISR, 291

niveau de risque, 275

H

nourriciers, OPCVM, 277

propres, 119

hedge funds, 288, 299

spéculatifs, hedge funds, 288

contrôle, 341

superformance, 285

fonds spéculatifs, 280

volatilité, risque, 285

histoire des placements au xxe siècle, 28

fonds communs de placement, FCP, 279

HSBC, 339

Fonds monétaire international, FMI, 164

Forex, marché, 321

I

forums de discussion, rumeurs boursières,

50

IEIF, Institut de l’épargne immobilière et

frais

foncière, 32

annexes des actions, 44

Ifo, indice, 172

de courtage, 93

illusion nominale, 39

de prorogation, SRD, 295

immobilier, placement, 37

fusion-acquisition, multiplication, 59

immobilisations, juste valeur, 124

imposition

G

assurance vie, 325

des actions, avantages, 327

gains, 16

des plus-values dans le revenu, 326

gaps, trous de cotation, 150

obligations, 327

GARP, Growth At Reasonable Price, 253

OPA, 330

Gates, Bill, 19

OPE, 330

géopolitique et Bourse, 347

OPRA, 330

gérer

PEA, 333

portefeuille, selon son tempérament, 335

PEE, 331

titres, 335

plus-values, 326

gérer son portefeuille boursier

régime fiscal, 330

activement, 240

sur un compte titres ordinaire, 94

stock picking, 251

sur un PEA, 94

style GARP, 253

impôt sur la fortune, réduire, 329

style growth, 251

inconvénients de l’introduction en Bourse,

style value, 252

20

gestion

indicateur

active, 277

chiffre d’affaires, 115, 133

alternative, 299

chiffre d’affaires à périmètre comparable,

assistée, 293

116

indicielle, 291

chiffre d’affaires à taux de change, 116

mandat, 293

constant, 116

EBE, 122

industries, classement Euronext, 98, 237

marge brute d’autofinancement, 123

inflation, 156, 260

marge opérationnelle, 118

cours des actions, 139

PER, 131

mesure des placements, 285

pourcentage de variation, 116

OAT indexées sur, 267

résultat courant avant impôt, 117

risque, 37

indice

informations

CAC 40, 69, 289

circulation rapide, 50

CAC Allshares, 70

délit d’initié, 49

CAC Mid 70

et investissement boursier, 49

CAC Mid et Small 70

forums de discussion, 50

CAC Next 70

journaux économiques et financiers, 52

CAC Small 70

outils, 51

confiance des ménages, 165

sites Internet spécialisés, 51

construire, 69

informatique, marchés boursiers, 17

Dax 56, 72

Insee, Institut national de la statistique et

de force relative, RSI, 151

des études économiques, 28

de référence, 73

Institut de l’épargne immobilière et

de référence, sous-jacent, 288

foncière, IEIF, 32

de référence, volatilité, 285

Institute for Supply Management, ISM, 163

Dow Jones, 68, 72

intégration

enquête ISM, 163

globale, 120

Euronext, 98

proportionnelle, 121

FTSE 100, 72

intermédiaires financiers

Hang Seng, 73

brokers, 65

Ibex 72

courtiers, 65

Ifo, 172

entreprises d’investissement, 65

IT CAC, 70

International Financing Reporting

IT CAC 20, 70

Standards, IFRS, 125

MIB 30, 72

International Securities Identification

MSCI, 73

Number, ISIN, 97

Nasdaq Composite, 72

Internet

nationaux, 72

publication électronique, 177

négociable, CAC 40, 69

simulateurs boursiers, 359

Nikkei 225, 73

introduction en Bourse, 202

PIB, 76, 163

allocation des titres, 203

production industrielle, 166

avantages, 20

S & P 500, 291

difficulté d'obtenir des titres, 203

SBF 120, 67

inconvénients, 20

SBF 250, 70

offre à prix ferme, 204

SBF 80, 70

offre à prix minimal, 204

statistiques américaines, 165

offre à prix ouvert, 205

statistiques de l'emploi, 164

placement privé, 202

Topix, 73

prix, 203

procédures, 202

livret A, rémunération, 34

s’informer avant d’acheter, 50

logique économique, 34

investir en Bourse

London International Financial Futures and

au bon moment, 155

Options Exchange, LIFFE, 59

conditions, 43

London Stock Exchange, LSE, 60

connaissances nécessaires, 48

LSE, London Stock Exchange, 60

durée, 48

quelle somme ?, 44, 48

M

investissement

boursier, informations, 40

Madoff, affaire, 284

club, 48

mandat de gestion, 293

programmé, 45

marché

socialement responsable, ISR, 291

Alternext, 67

investisseur individuel

approche bottom up, 253

que faire ?, 254

approche top down, 253

s’informer, 254

approcher, 244

ISF, impôt sur la fortune, réduire, 329

boursier, cycles, 43

ISIN, International Securities Identification

boursier, informatisation, 17

Number, 97

boursier, saisonnalité, 359

ISM, Institute for Supply Management, 163

boursiers, rapprochement, 57

ISR, investissement socialement

de gré à gré, 63

responsable, 291

des instruments financiers, MIF, 61

IT CAC, 70

rôle, 61

IT CAC 20, 70

et banques centrales, 156

et interprétation des chiffres, 61

J

et monnaie, relations, 78

et statistiques américaines, relations, 78

junk bonds, obligations pourries, 36

et statistiques, relations, 78

juste valeur des immobilisations, 124

Eurolist, 66

Forex, 321

K

pouvoir de prédiction, 86

primaire, 252

Kamprad, Ingvar, 20

réglementé, Bourse de Paris, 62

Keynes, John, 39

règles, 279

régulé, 63

L

SRD, 67

marge brute d’autofinancement, indicateur,

lancer une OPA, règles, 211

123

Lehman Brothers, 339

marge opérationnelle, indicateur, 118

LIFFE, 306

market movers, 161

London International Financial Futures and

Marx, Karl, 12

Options Exchange, 59

mesurer des placements, inflation, 29

lignes de crédit, 21

Microsoft, histoire, 19

liquidités, 157

MIF, Marché des instruments financiers, 61

mise en équivalence, 121

convertibles, effet parachute, 271

Mittal, 224

convertibles, Océane, 275

moins-values, imposition, 326

convertibles, prime, 335

momentum, évolution d'un titre, 151

convertibles, trois catégories, 274

montant compensatoire, 304

cotation quotidienne, 24

moyennes mobiles, analyse graphique, 146

coupon couru, 264

MTF, Multilateral Trading Facilities, 61

cours en pourcentage, 264

Multilateral Trading Facilities, MFT, 61

date de jouissance, 275

date de remboursement, 275

N

définition, 23

échangeable, Océane, 275

Nasdaq, 21, 60, 72

emprunts d’État, 36, 265

nationalisations, 32

et inflation, 260

Natixis, 206

faillite de l’emprunteur, 260

NextTrack, 294

imposition, 325

Nikkei, 73

indexées, 37

normes IFRS, International Financing

investment grade, 268

Reporting Standards, 125

lire la cote, 263

NSC, système de négociation électronique,

marché primaire, 262

59

marché secondaire, 262

NYSE Euronext, 60

maturité de l’emprunt, 262

règles, 314

nominal, 262

rôle, 65

OPCVM, 277

prime d’émission, 262

O

prime de remboursement, 262

rémunération, 36

OAT

risques limités, 260

à coupon zéro, 267

spéculative, 268

achat par les particuliers, 267

taux actuariel, 263

de capitalisation, 268

taux d’intérêt, variations, 261

indexées sur l’inflation, 268

titres participatifs, 269

obligation, 266

titres subordonnés et supersubordonnés,

OATi, obligations assimilables du Trésor

270

indexées sur l’inflation, 37, 260

valeurs à taux fixe, 261

obligations

OBSA, obligations à bons de souscription

à bons de souscription d’actions, OBSA,

d’actions, 277

276

Océane, obligation convertible, 275

à taux variable ou révisable, 269

Océane, obligation échangeable, 275

« assimilables » du Trésor, OAT, 266

octobre

assimilables du Trésor indexées sur

1929, 31

l’inflation, OATi, 37

1987, 31

calcul du cours, au pied du coupon, 264

offre

convertibles en actions, 271

irréductible, 189

convertibles, cotées en euros, 271

publique d’achat, OPA, 64, 208

publique d’échange, OPE, 208

s’informer, 282

publique de rachat d’actions, OPRA, 199,

sicav, sociétés d’investissement à capital

227

variable, 279

publique de retrait, OPR, 229

valeur liquidative, 282

réductible, 189

OPE, offre publique d’échange, 202, 208

offre au public, 11

et SRD, 295

OPA, offre publique d’achat, 62, 201

imposition, 311

amicales, 210

OPO, offre à prix ouvert, 205

bons Breton, 223

OPR, offre publique de retrait, 229

date de clôture de l’offre, 217

conditions, 229

définition, 201

AMF, 222

directive européenne, 213

conditions, 221

et SRD, 295

expert indépendant, 222

garantie de cours, 213

marchés réglementés, 223

hostile, 210

obligatoire, 222

hostile, contrer, 225

régime d’imposition, 311

obligatoire, 214

OPRA, offre publique de rachat d’actions,

offre concurrente, 217

199, 227

procédure normale, 212

imposition, 311

projet d’offre, 212

option, 295

régime d’imposition, 326

cours du sous-jacent, 308

règles d’une offre concurrente, 217

d’achat, 295

rumeurs, 212

date d’échéance, 295

se protéger des, 222

de vente, 295

seuil de déclenchement, 213

delta, 308

simplifiée, 213

prime, 295

société cible, définition, 209

prix d’exercice, 305

OPCI, organismes de placement collectif en

prix, évaluer, 295

immobilier, 286

produits dérivés, 313

OPCVM, organismes de placement collectif

valeur intrinsèque, 307

en valeurs mobilières, 277

valeur temps, 307

acheter, 285

or, placement spéculatif, 39

actions, 286

ORA, obligations remboursables en

classification de l’AMF, 281

actions, 276

de fonds alternatifs, 288

ordre

diversifiés, 288

A, 204

FCP, fonds communs de placement, 280

à cours limité, 104

fonds à compartiments, 284

à déclenchement, 105

fonds à formule, 289

à plage de déclenchement, 105

fonds de fonds, 284

à quantité minimale, 107

monétaires, 284

à seuil de déclenchement, 106

obligations, 284

au marché, avantages, 102

pays émergents, 284

au prix du marché, 103

précautions à prendre, 283

avis d'opéré, 107

B, 204

actions, 83

banque habituelle, 91

histoire au xxe siècle, 28

carnet, 100, 354

immobilier, 37

courtiers en ligne, 93

mesurer, 29

d’achat, 101

or, 38

d’achat, échanger, 17

or, actions, obligations, 29

de vente, 101

rémunérateur, actions, 28

de vente, échanger, 17

plan d’épargne en actions, PEA, 94

durée de validité, 103

plan d’épargne entreprise, PEE, imposition,

exécuté et éliminé, 101

331

indexé, PEG, 109

plus-values, 138

passer, 99, 349

abattement d’impôts, 335

passer, quand ?, 106

gain en Bourse, 327

organismes de placement collectif en

imposition, 327

immobilier, OPCI, 286

intégrer dans les revenus, imposition, 327

organismes de placement collectif en

seuil de cessions, imposition, 327

valeurs mobilières, OPCVM, 277

portefeuille boursier

outils d’information, 50

analyse quantitative, 233

ouvrir un compte titres, 91

biens d’équipement, 237

biens de consommation, 238

P

choisir ses titres, 234

composer, 233

particularités

diversifier, 237

banques, 133

gérer selon son tempérament, 350

compagnies d’assurances, 133

gestion active, 250

sociétés immobilières, 133

gestion passive, 250

passer un ordre, 89

holding, 239

passif de l’entreprise, 195

situations spéciales, 250

PBR, Price to Book Ratio, 252

sociétés en partie détenues par l’État,

PEA, plan d’épargne en actions, 94

243

conditions d’utilisation, 95

sociétés exportatrices, 241

imposition, 95, 312

sociétés familiales, 243

PEE, plan d’épargne entreprise, imposition,

sociétés « opéables », 243

331

valeurs cycliques, 249

PEG, Price Earning Growth, 253

valeurs de croissance, 245

ordre indexé, 109

valeurs de rendement, 247

PER, Price Earning Ratio, 84, 135

valeurs défensives, 246

calculer, 135

valeurs financières, 238

global, 136

valeurs immobilières et foncières, 239

outil d’analyse, 136

valeurs liées aux matières premières, 242

petites valeurs, disponibilité, 234

valeurs offensives, 247

petits porteurs, 58

pourcentage de variation, indicateur, 116

PIB, produit intérieur brut et économie, 76

présentation des comptes, 112

placement

Index *389*

presse financière, source d'information,

rectangle, analyse graphique, 140

284

règles, appel public à l'épargne, 19

prévisions

rémunération

économiques de l'Union européenne, 164

FCP, 35

en Bourse, 156

livret A, 34

Price Earning Growth, PEG, 253

obligations, 36

Price Earning Ratio, PER, 84

sicav, 35

Price to Book Ratio, PBR, 252

rendement

prime, option, 306

de l’action, calculer, 137

prime de risque

global, calculer, 137

calcul, 83

rendement-risque, 34

état du marché, 84

rentabilité

rémunération des actions, 34

économique, 124

private equity, 22

financière, 124

privatisations, 32

Réserve fédérale, 158

prix

des États-Unis, 47, 81

d’introduction en Bourse, 203

Fed, 161

des actions, 44

résultat

des actions, déterminer, 17

alertes, 181

introduction en Bourse, 203

courant avant impôt, indicateur, 117

produits

d’exploitation, 84, 117

d’épargne, 34

exceptionnel, 118

d’exploitation, 117

net, 119

produits dérivés, 295

opérationnel, 117, 120, 374

certificats, 295

risque, 16

options, 295

d’inflation, 37

warrants, 295

diversifier, 46

public equity, 22

indicateur, surveiller, 285

publications

limités, obligations, 260

annuelles, 178

SRD, 300

des entreprises, utiliser, 176

trackers, 294

électronique, 177

tracking error, écart de suivi, 285

semestrielles, 179

volatilité de l’indice de référence, 285

trimestrielles, 179

volatilité du fonds, 285

puts warrants, 312

RSI, Relative Strength Index, 151

rumeur, 213

R

acte d’achat, 346

boursière, forums de discussion, 50

rachat d’actions, 196

erronée, 357

racheter ses propres actions, 196

se méfier, 357

rapport de gestion, 178

ratio

boursiers, 131

de Sharpe, 285

S

française des analystes financiers, Sfaf,

178

SA, société anonyme, 14

immobilières, particularités, 129

capital divisé en actions, 14

interprofessionnelle de compensation

organisation, 14

des valeurs mobilières, Sicovam, 57

SARL, société anonyme à

souscription, bon de, 95, 191, 276, 305

responsabilitélimitée, 14

souscrire à l’augmentation de capital, 179

créer, 14

sous-jacent, indice de référence, 285

SBF 120, 67

SPPE, Société de prises de participation de

SBF 250, 70

l’État, 271

SBF 80, 70

spreads, 274

SBF, Société des Bourses françaises, 57

SRD, Service à règlement différé, 302

schéma des crises boursières, 31

et OPA, 304

Service à règlement différé, SRD, 67, 235, et OPE, 304

295, 300

intérêt du service, 300

seuil de cession, 326

prorogation, 303

imposition sur les plus-values, 326

risques, 301

Sfaf, Société française des analystes

vente à découvert, 301

financiers, 178

statistiques

Shareholder Value Added, SVA, 84

américaines, relations avec le marché,

sicav, sociétés d’investissement à capital,

162

35

d’Eurostat, 170

variable, 64

de l’Union européenne, 170

indicielles, 291

de la BCE, 156

rémunération, 35

dures, 163

tiltées, 291

molles, 163

trackers, 294

relations avec le marché, 162

Sicovam, Société interprofessionnelle de

Stock Market, 17

compensation des valeurs mobilières,

stock picking, gestion au cas par cas, 251

57

stock-options, 197

s’informer avant d’acheter, 50, 207

plus-value d’acquisition, 197

presse financière et Internet, 284

plus-value de cession, 197

société

stratégie boursière, adopter, 308

« opéable », 211

subprimes, 35, 340

anonyme à responsabilité limitée, SARL, crise des, 35

14

survaleur, goodwill, 126

anonyme, SA, 14

SVA, Shareholder Value Added, 84

d’investissement à capital variable,

sicav, 35, 64

de Bourse, 57

T

de capital-risque, 15

tableau de financement, 123

de prises de participation de l’État,

taux

SPPE, 271

à court terme, 81

des Bourses françaises, SBF, 57

à long terme élevés, déficit budgétaire, 81

Index

391

actuariels, comparer, 263

tracking error, écart de suivi, 285

actuariels, obligations, 263

transactions, volume, 100

administré, 34

travail et capital, 79

courbe, 82

triangle, analyse graphique, 141

courts, hausse, 86

trous de cotation, gaps, 150

d’intérêt, 80

TSDI, titres subordonnés à durée

d’intérêt, variations, 261

indéterminée, 270

de change, 116, 159

TSR, titres subordonnés remboursables,

de distribution, 119

270

de majoration, 193

tunnel, analyse graphique, 140

de marché, 34

directeurs, 35, 81

V

directeurs de la Fed, 161

directeurs, relever, 82

valeur

variable ou révisable, obligations, 269

ajoutée de l’entreprise, 76, 122

tendance, déterminer, 140

à taux fixe, obligations, 261

tête-épaules inversée, 143

connaître le cours, 76

tête-épaules, analyse graphique, 142, 143, de croissance, 245

144

défensive, 245, 247

titre

du DPS, 109

acheter, call warrants, 304

du SRD, 235

allocation, 203

en retournement, 250

au nominatif, 183

liquidative, OPCVM, 282

au porteur, 182

neutre, 247

choisir, 233

nominale des actions, 194

dématérialisation, 56

offensive, 247

difficiles à obtenir, 207

pour l'actionnaire, 84

évolution, momemtum, 151

sous-évaluée, 252

gérer, 334

TMT, Technologies, médias,

lire la cote, 96

télécommunications, 252

nombres, 70

variations, Bourse, 341

participatifs, obligations, 87, 269

vendre

subordonnés et super-subordonnés, 270

à découvert, SRD, 301

vendre, 304

à quel moment ?, 346

vendre, puts warrants, 312

titre, 203

volume de transactions, 67

titre, puts warrants, 312

trackers, 279, 294

vocabulaire de base de la Bourse, 47

avantages, 294

volatilité

imposition, 324

action, 285

risques, 297

des cours, 75, 85, 104

sur indices de marché, 295

volume de transactions d'un titre, 67, 100

sur indices de matières premières, 295

vote double, 185

sur indices de stratégie, 296

W

élasticité, 313

négociation à l'unité, 312

Wall Street, 28, 60, 158

parité, 312

warrants, 299

produits dérivés, 306

conseils pratiques, 314

Document Outline

- Couverture
- Sommaire
- Introduction
  - À propos de ce livre
    - Les conventions utilisées dans ce livre
    - Comment ce livre est organisé
      - Première partie : Pourquoi s’intéresser à la Bourse
      - Deuxième partie : Le b.a.-ba du marché
      - Troisième partie : Comment gérer son portefeuille
      - Quatrième partie : Pour aller plus loin
      - Cinquième partie : La partie des Dix
      - Sixième partie : Annexes
    - Les icônes utilisées dans ce livre
    - Et maintenant, par où commencer ?
- Première partie : Pourquoi s’intéresser à la Bourse
  - Chapitre 1 : La porte ouverte sur le monde des entreprises
    - Au cœur des affaires
      - Le contrôle des entreprises
      - Le capital, c’est capital !
    - De la petite boîte à la grande entreprise
      - Créer une SARL
      - Créer une société anonyme
    - L’appel public à l’épargne (ou offre au public)
      - Au départ, des investisseurs prennent un risque
      - D’autres investisseurs prennent le relais
    - Un marché où l’on vend et achète des actions
      - Le système classique
      - Le marché moderne : efficace, mais moins convivial
    - Les entreprises cotées : nos plus beaux fleurons
      - Être coté, à quoi ça sert ?
      - Le match coté/non coté
    - Pourquoi être actionnaire ?
      - Les obligations…

        - … ou les actions ?
        - Récapitulons
    - Chapitre 2 : Le meilleur des placements ?
        - Le placement le plus rémunérateur du xxe siècle
            - Les actions ont mieux résisté que les obligations ou l'or
            - Pourtant, la Bourse ne fait pas toujours des miracles
        - Sur les trente dernières années, les actions l'emportent aussi
        - Le couple infernal rémunération-risque
            - Le livret A, tranquille mais peu rémunérateur
            - Les sicav et FCP monétaires : pour placer ses liquidités
            - Les obligations, plus risquées qu'on ne le croit généralement
            - L'immobilier, indispensable dans un patrimoine, mais…
            - L'or ne brille pas toujours d'un grand éclat
    - Chapitre 3 : Un investissement ouvert à tous
        - La Bourse n'est pas réservée aux « riches »
            - Plus de 4 millions d'actionnaires
            - Quelques précautions à prendre
            - Combien faut-il mettre ?
        - La Bourse n'est pas réservée à « ceux qui savent »
            - Un langage très technique qui recouvre des réalités très simples
        - Pour réussir, il n'est pas nécessaire de faire partie des milieux « bien informés »
            - Être initié, c'est un délit !
            - Toutes les rumeurs ne sont pas fondées
            - Tout le monde a accès à l'information
            - Comment s'informer ?
- Deuxième partie : Le b.a.-ba du marché
    - Chapitre 4 : Qui fait quoi
        - Les grandes places financières mondiales
            - Petit retour en arrière
            - Le panorama boursier aujourd'hui
        - L'organisation de la place de Paris
            - Sous l'Autorité des marchés financiers
            - NYSE Euronext, une société cotée qui cote les autres entreprises

        - Les intermédiaires financiers
    - Les grands marchés
        - L'Eurolist
        - Le SRD (Service à règlement différé)
        - Alternext
        - Le marché libre
    - Les grands indices
        - Les indices de la Bourse de Paris
        - Les indices européens
        - Les autres grands indices
- Chapitre 5 : Pourquoi les actions montent (et pourquoi elles baissent)
    - L'économie et la Bourse : un couple très instable
        - Le produit intérieur brut n'explique pas tout
        - Oui à la croissance… des profits
        - La grande peur de l'inflation… ou de la déflation
    - La boussole des marchés : les taux d'intérêt
        - Politique monétaire et taux à court terme
        - Politique budgétaire et taux à long terme
        - Un concentré d'informations : la courbe des taux
        - Une boussole à double usage
    - Anticipation, spéculation et volatilité
        - Anticiper, ce n'est pas prédire
        - Investir, c'est spéculer
        - Investir au bon moment
- Chapitre 6 : Comment passer un ordre en Bourse
    - Où faut-il ouvrir un compte ?
        - Première solution : sa banque habituelle
        - Seconde solution : avoir recours aux services d'un courtier en ligne
        - Quelle solution choisir ?
    - Quel type de compte faut-il ouvrir ?
        - Le compte titres ordinaire
        - Le PEA, plan d'épargne en actions
        - Que faut-il choisir ?
    - Apprendre à lire la cote
        - Le classement

            - Le secteur d’activité et le compartiment de cotation
            - Le nombre de titres
            - L’indice
            - La clôture de l’exercice, le dividende
        - Comment passer un ordre en Bourse
            - Bien lire le carnet d’ordres
            - Les différents types d’ordre
            - La validité des ordres de Bourse
            - L’exécution des ordres de Bourse
- Troisième partie : Comment gérer son portefeuille
    - Chapitre 7 : Faire les bons choix avec l’analyse fondamentale
        - Les comptes de l’entreprise
            - La cascade du compte de résultat
            - Une complication : les comptes consolidés
            - Tout ce qu’on peut tirer des comptes de résultat
            - Le bilan : une bonne occasion de faire le point
        - Le grand bouleversement des normes IFRS
            - La « juste valeur »
            - Le cas particulier des survaleurs ou goodwill
        - Quelques points de repère utiles
            - Les fonds propres ou actif net
            - Le fonds de roulement
            - Endettement et endettement net
    - Chapitre 8 : Les outils purement boursiers d’aide à la décision
        - Les chiffres et les ratios de base
            - Le chiffre d’affaires
            - Le bénéfice net par action (BNPA)
            - Le rapport cours/bénéfice
            - Les charmes du dividende et du rendement
            - Un bon rendement se paie parfois très cher
        - L’analyse graphique, science ou imposture ?
            - Tendance, résistances et supports
            - Les principales figures
            - Ne jamais oublier les moyennes mobiles
            - Surfer sur les vagues d’Elliott
            - Prévoir les prochains creux ou sommets avec les retracements de Fibonacci

        - Se méfier des trous de cotation
        - Ne pas oublier le RSI, ni le momentum
        - MACD et bandes de Bollinger
    - Pour les fous de mathématiques : l'analyse quantitative
- Chapitre 9 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (1) : au rythme de la conjoncture
    - L'économie, encore et toujours
        - Surveiller la hausse des prix…
        - … les banques centrales…
        - … et les variations de change
    - Les statistiques qui font bouger les marchés
        - La grande richesse des statistiques américaines
        - Les statistiques européennes qui comptent
- Chapitre 10 : Procéder aux bons arbitrages au bon moment (2) : au rythme des entreprises
    - Le calendrier des entreprises
        - Un sujet de discussion permanent : les résultats trimestriels
        - Les informations périodiques obligatoires
    - La grand-messe des assemblées générales
        - Les actionnaires sont convoqués tous les ans
        - Les actionnaires peuvent s'exprimer et voter
        - Les actionnaires peuvent sanctionner les dirigeants
    - Participer aux augmentations de capital
        - Le droit préférentiel de souscription
        - Les autres formes d'augmentation de capital
    - Profiter des gestes de l'entreprise envers ses actionnaires
        - D'abord, le dividende
        - Le charme discret des actions gratuites
        - Le rachat d'actions
- Chapitre 11 : Les grands moments de la vie boursière
    - Miser sur les futures vedettes dès leur apparition
        - Les différentes procédures d'introduction
        - Quelques conseils
        - La malédiction du vainqueur
    - Le grand frisson des OPA et OPE
        - Quelques notions préalables

        - Comment se déroule une OPA ?
        - Le rêve des actionnaires : les OPA avec offres concurrentes et surenchères
    - Comment les entreprises disparaissent de la cote
        - L'offre publique de retrait (OPR)
        - Ultime étape : le retrait obligatoire
  - Chapitre 12 : Choisir une répartition optimale de son portefeuille
    - Les grandes catégories d'actions
        - Par capitalisation boursière
        - Par secteurs d'activité
        - Par leur actionnariat
        - Par leur comportement en Bourse
    - Les grands styles de gestion
        - Le style growth
        - Le style value
        - Le style GARP
    - Les différentes façons d'approcher le marché
        - L'approche top down
        - L'approche bottom up
    - Que doit faire un particulier ?
- Quatrième partie : Pour aller plus loin
  - Chapitre 13 : À la découverte d'un nouveau continent : les obligations
    - Pourquoi s'intéresser aux obligations ?
        - Des risques limités
        - Une certaine sécurité
    - Comment s'y retrouver dans le monde des obligations ?
        - Les termes de base
        - La lecture de la cote des obligations
    - Les emprunts d'État
        - Les OAT
        - Les OAT indexées sur l'inflation
        - Les OAT à coupon zéro
    - Des obligations pour tous les goûts
        - Les obligations à taux variable ou révisable
        - Les titres participatifs
        - Les titres subordonnés et super-subordonnés

        - Pour jouer sur deux tableaux : les obligations convertibles en actions
            - Comment se présente une obligation convertible ?
            - Pourquoi s'intéresser aux convertibles ?
            - Quand le parachute ne s'ouvre pas…
            - À quelles convertibles s'intéresser ?
            - Et voguent les Océanes
        - Quelques variantes pour finir
    - Chapitre 14 : Dans la galaxie des sicav, FCP et autres trackers
        - La gestion collective, ce n'est pas la jungle
            - Les OPCVM
            - Le prospectus d'information ou le DICI
            - La valeur liquidative et les frais
            - Les précautions à prendre
            - Fonds de fonds, fonds à compartiments, etc.
            - Quelques points techniques à surveiller
            - Comment acheter des OPCVM ?
        - La gestion collective, c'est la liberté de choix
            - Les grandes familles d'OPCVM selon l'AMF
            - Quelques tendances récentes
        - Sur la trace des trackers
            - Avec les trackers, la vie n'est plus la même
            - Mais les trackers ne sont pas la panacée
    - Chapitre 15 : Comment doper ses gains ou gagner même quand la Bourse baisse
        - Prendre position avec le SRD
            - Un bel effet de levier…
            - … mais quelques risques
            - Attention aux frais
            - Quelques complications annexes
        - Prendre des risques avec les options et les warrants
            - L'ancêtre : le bon de souscription
            - Le grand jeu des options
            - La multiplication des warrants
            - La concurrence des certificats et des CFD
            - Les CFD, Contracts For Difference
    - Chapitre 16 : Tirer le meilleur parti possible des règles fiscales

        - Les règles de base du régime fiscal des valeurs mobilières
            - L'imposition des plus-values
            - L'imposition des revenus
            - Des cas particuliers
        - Des régimes plus favorables
            - Les avantages réduits du plan d'épargne en actions
            - Investir en Bourse dans le cadre de l'assurance vie
    - Chapitre 17 : Comment investir en Bourse aujourd'hui
        - La première vraie crise de la mondialisation
            - Le Far West de la finance
            - Des premiers craquements à la vraie crise
            - La pire crise boursière depuis 1929
        - Des conséquences durables
            - L'économie durement touchée
            - Un secteur financier à reconstruire
            - Des Bourses encore chaotiques
        - Les actions n'ont pas dit leur dernier mot !
- Cinquième partie : La partie des Dix
    - Chapitre 18 : La Bourse en dix proverbes
        - Les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel
        - Acheter la rumeur, vendre le fait
        - Acheter au son du canon, vendre au son du clairon
        - Il faut en laisser aux autres
        - Il vaut mieux se couper la main que le bras
        - On ne rattrape pas un couteau qui tombe
        - Sell in May and go away
        - Comme va janvier va l'année
        - Il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier
        - Préférez les filles aux mères
    - Chapitre 19 : Les dix règles d'or de l'investissement boursier
        - Bien passer ses ordres
        - Diversifier son portefeuille sans l'éparpiller
        - Ne pas croire qu'on peut acheter au plus bas et vendre au plus haut
        - Savoir prendre son bénéfice
        - N'acheter que ce que l'on comprend
        - Se méfier des « tuyaux »

        - Savoir que les réussites du passé ne sont pas celles du futur
        - Avoir des convictions fortes
        - Agir conformément à son tempérament
        - Et en conclusion, savoir profiter des circonstances
- Sixième partie : Annexes
    - Annexe A : Informations pratiques
        - Organismes
        - Sources d’information
        - Courtiers en ligne
        - Associations de défense des actionnaires
    - Annexe B : Glossaire
- Index

Table of Contents

Table des matières
Sommaire IX
Introduction 1
À propos de ce livre
Comment ce livre est organisé
Troisième partie : Comment gérer son portefeuille
Quatrième partie : Pour aller plus loin
Les icônes utilisées dans ce livre
Et maintenant, par où commencer ?
Première partie
Chapitre 1
Au cœur des affaires
Le capital, c’est capital !
De la petite boîte à la grande entreprise
L’appel public à l’épargne (ou offre au public)
Au départ, des investisseurs prennent un risque
Le système classique
Les entreprises cotées : nos plus beaux fleurons
Le match coté/non coté
Les obligations…
Récapitulons 2
Chapitre 2
Les actions ont mieux résisté que les obligations ou l’or
Pourtant, la Bourse ne fait pas toujours des miracles
Sur les trente dernières années, les actions l’emportent aussi
Le livret A, tranquille mais peu rémunérateur
Les sicav et FCP monétaires : pour placer ses liquidités
Les obligations, plus risquées qu’on ne le croit généralement
L’or ne brille pas toujours d’un grand éclat
Chapitre 3
Plus de 4 millions d’actionnaires
Quelques précautions à prendre
Combien faut-il mettre ?

Un langage très technique qui recouvre des réalités très simples
Pour réussir, il n’est pas nécessaire de faire partie des milieux « bien informés »
Tout le monde a accès à l’information
Deuxième partie
Chapitre 4
Les grandes places financières mondiales
Le panorama boursier aujourd’hui
L’organisation de la place de Paris
Les intermédiaires financiers
Les grands marchés
Alternext 6
Le marché libre
Les indices européens
Chapitre 5
L’économie et la Bourse : un couple très instable
Oui à la croissance… des profits
La boussole des marchés : les taux d’intérêt